



Universidade de Brasília  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade  
Departamento de Economia

HELOÍSA BRAZ NERY

**A NÃO-NEUTRALIDADE DA MOEDA E SUAS IMPLICAÇÕES  
MACROECONÔMICAS:  
UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DO GOVERNO DILMA**

Brasília - DF  
2019

HELOÍSA BRAZ NERY

**A NÃO-NEUTRALIDADE DA MOEDA E SUAS IMPLICAÇÕES  
MACROECONÔMICAS:  
UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DO GOVERNO DILMA**

Monografia apresentada ao Departamento  
de Economia da Universidade de Brasília  
como requisito parcial à obtenção do grau  
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Daniela Freddo

Brasília - DF  
2019

HELOÍSA BRAZ NERY

**A NÃO-NEUTRALIDADE DA MOEDA E SUAS IMPLICAÇÕES  
MACROECONÔMICAS:  
UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA DO GOVERNO DILMA**

Monografia apresentada ao Departamento  
de Economia da Universidade de Brasília  
como requisito parcial à obtenção do grau  
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Brasília, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_.

BANCA EXAMINADORA

---

Professora Daniela Freddo  
Orientadora

---

Professora Adriana Moreira Amado

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente aos meus pais, Tatiane e Antonio, que me proporcionaram não apenas a educação necessária para que eu pudesse cursar a graduação que escolhi, mas a força e o incentivo para buscar meus sonhos. A eles dedico esse trabalho e todos os próximos que ainda virão.

Agradeço também à minha noiva, Elisa, por toda a paciência e equilíbrio trazidos durante a graduação e, principalmente, durante a realização dessa monografia. Seu amor me serviu de estímulo e direcionamento em cada momento.

Agradeço a cada um dos professores que me auxiliaram durante esses quatro anos, em especial à professora Geovana Bertussi, que me trouxe o amor inicial pela Economia e que me levou a trocar de graduação, à professora Maria de Lourdes Mollo, por todo o conhecimento proporcionado para a realização desse projeto e para o embasamento teórico daquilo que eu já acreditava, e às professoras Adriana Amado e Daniela Freddo, pela paciência e tempo despendido na orientação para que esse trabalho fosse desenvolvido.

Agradeço a cada um que, de alguma forma, me incentivou e contribuiu para que esse trabalho fosse realizado.

Por fim, agradeço a Pai Oxalá, Mãe Oxum, Pai Xangô e todos os meus guias, por cada experiência e aprendizado agregados nesse processo.

## RESUMO

As Ciências Econômicas se desenvolveram e se consolidaram ao longo de séculos, alcançando grande maturação metodológica, mas sem atingir um consenso quanto a diversas questões monetárias. A neutralidade da moeda, tanto no curto quanto no longo prazo, é ainda alvo de embates entre as diversas correntes de pensamento, o que as leva a diferentes concepções sobre a atuação do estado na economia. Dessa forma, neste trabalho partiu-se de uma concepção monetária pós-keynesiana, que se baseia em uma moeda não-neutra, para analisar quais seriam as políticas econômicas ideais a serem adotadas de acordo com esse aparato teórico. Em seguida, foram analisados os momentos de adequação e inadequação das políticas implementadas durante o governo Dilma Rousseff em relação às políticas consideradas ideais, de forma a explicitar as possíveis causas da recessão econômica brasileira iniciada em 2015.

**Palavras-Chave:** Não-neutralidade; Macroeconomia pós-keynesiana; Governo Dilma Rousseff; Economia brasileira.

## **ABSTRACT**

The Economic Sciences have developed and consolidated over centuries, reaching great methodological maturity, but without reaching consensus on various monetary issues. Currency neutrality, both in the short and long term, is still subject to clashes between the different currents of thought, which leads them to different conceptions of the state's performance in the economy. Thus, the present paper started from a post-Keynesian monetary conception, which is based on a non-neutral currency, to analyze what would be the ideal economic policies to be adopted according to this theoretical apparatus. Then, the moments of adequacy and inadequacy of the policies implemented during the Dilma Rousseff administration in relation to the policies considered ideal were analyzed, in order to explain the possible causes of the Brazilian economic recession that started in 2015.

**Keywords:** Non-neutrality; Post Keynesian Macroeconomics; Dilma Rousseff Government; Brazilian economy.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Teoria dos Fundos Empréstáveis .....	15
Gráfico 2: Efeito Crowding-Out .....	32
Gráfico 3: Meta Selic e IPCA.....	52
Gráfico 4: Resultado Primário como porcentagem do PIB.....	54
Gráfico 5: Participação das receitas de impostos e contribuições no PIB.....	54
Gráfico 6: Desonerações na folha de pagamentos.....	55
Gráfico 7: Evolução do PIB e das despesas como proporção do PIB.....	56
Gráfico 8: Receitas e despesas do Governo Federal.....	57
Gráfico 9: Dívida pública como porcentagem do PIB.....	58
Gráfico 10: Formação Bruta de Capital Fixo.....	59
Gráfico 11: Participação dos salários no PIB.....	61

## SUMÁRIO

1	Introdução.....	10
2	A neutralidade da moeda.....	11
2.1	Introdução ao capítulo .....	11
2.2	A ortodoxia monetária.....	12
2.2.1	Lei de Say .....	13
2.2.2	Teoria Quantitativa da Moeda .....	16
2.2.3	Relação entre a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda .....	21
2.3	A heterodoxia monetária.....	21
2.3.1	O papel do entesouramento .....	22
2.3.2	O papel do crédito .....	25
2.4	Considerações finais do capítulo .....	28
3	A macroeconomia pós-keynesiana.....	29
3.1	Introdução ao capítulo .....	29
3.2	A política fiscal.....	29
3.2.1	Gasto público e tributação.....	31
3.2.2	Teoria das Finanças Funcionais .....	33
3.3	A política cambial.....	36
3.4	A política monetária .....	37
3.4.1	Independência do Banco Central .....	38
3.4.2	Regras fixas <i>versus</i> discricionariedade .....	40
3.4.3	Regime de Metas de Inflação.....	42
3.5	Controle não-monetário da inflação.....	44
3.6	Considerações finais do capítulo .....	46



4	A macroeconomia dos Governos Dilma Rousseff .....	48
4.1	Introdução ao capítulo .....	48
4.2	A crítica ortodoxa.....	49
4.3	As políticas econômicas adotadas.....	51
4.3.1	A política monetária .....	51
4.3.2	A política fiscal.....	53
4.4	As questões políticas.....	59
4.5	Considerações finais do capítulo.....	62
5	Considerações finais.....	64
	REFERÊNCIAS.....	65

## 1 Introdução

Apesar do inegável desenvolvimento metodológico das Ciências Econômicas ao longo dos anos, não foi atingido um consenso quanto a algumas importantes questões do universo econômico. Assim, o método de resolução de problemas e a gestão de políticas econômicas estão intrinsicamente ligados ao aparato teórico que lhes servem de base.

Tendo isso em vista, o turbulento governo Dilma Rousseff (2011-2016) recebeu severas críticas tanto das correntes mais ortodoxas quanto das correntes mais heterodoxas, mas com motivações diferentes. A fim de se lançar luz a esses debates, é necessário que se compreenda não apenas essas críticas, mas suas motivações teóricas, de modo que o entendimento acerca da influência da moeda em cada viés é fundamental. Desse modo, partindo de uma perspectiva pós-keynesiana para estudar o governo Dilma, juntamente com a conjuntura na qual estava inserido, e que acabaram resultando em uma recessão econômica, é necessário primeiramente uma discussão acerca de como seria uma macroeconomia conduzida para essa corrente de pensamento, compreendendo os efeitos macroeconômicos de uma moeda não-neutra, o que implica estudar, inicialmente, seus principais pressupostos e sua visão de mundo.

Assim, este trabalho divide-se em cinco capítulos, em que o primeiro corresponde a essa introdução. No segundo capítulo, será realizada uma revisão de literatura que parte da classificação de Mollo (2004) para contrapor ortodoxia e heterodoxia monetárias de modo que, após o entendimento sobre cada visão a respeito da moeda, se explicita o aparato teórico que baseia a gestão das políticas heterodoxas. No terceiro capítulo, serão expostas as principais políticas econômicas executadas em uma macroeconomia guiada pelo pensamento pós-keynesiano. No quarto capítulo, será estudado o governo Dilma, partindo de uma perspectiva pós-keynesiana para analisar as críticas recebidas pelo governo e suas principais medidas, além dos problemas enfrentados no período, de modo a compreender as possíveis causas da recessão econômica de 2015. Por fim, no quinto capítulo, são feitas as considerações finais, expondo as principais conclusões do trabalho.

## **2 A neutralidade da moeda**

### **2.1 Introdução ao capítulo**

Como ponto inicial, é necessário esclarecer o que significa estudar o debate da neutralidade da moeda sob uma abordagem pós-keynesiana. Como explicado por Carvalho (1992), a denominação "pós-keynesiano" é usada em diversos contextos, com diferentes significados. Uma maneira de utilização do termo seria, literalmente, para se referir aos escritos produzidos após a publicação da grande obra de Keynes, a Teoria do Emprego, do Juro e da Moeda, em 1936. Dessa forma, seria uma interpretação apenas cronológica do termo.

No presente trabalho, o significado é outro, muito menos amplo. A referida abordagem tem o intuito de partir de premissas mais específicas, defendidas pela corrente pós-keynesiana, a qual, por sua vez, nega em grande parte as premissas adotadas pelas correntes de pensamento mais ortodoxas. Essas premissas serão claramente identificadas e comparadas entre as escolas de pensamento ao longo do texto.

Dessa forma, a denominação "pós-keynesiano" usada nesse trabalho tem caráter metodológico, influenciando não apenas o método de escrita, mas também os pontos de partida para o desenvolvimento das ideias aqui explicitadas. Busca-se partir de ideias muitas vezes esquecidas pelos teóricos monetários, até mesmo entre aqueles que alegam seguir o pensamento keynesiano, mas que focam em uma análise mais voltada para a teoria do IS-LM, como a corrente novo-keynesiana.

Como defendido por Mollo (2004), a classificação de uma abordagem quanto ao seu caráter ortodoxo ou heterodoxo pode ser feita por meio da análise de suas premissas básicas. Assim, tratando-se da teoria monetária, uma abordagem será dita ortodoxa se aceitar como válidas a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), enquanto será classificada como heterodoxa se negá-las.

Analisando as diferentes correntes de pensamento, pode-se constatar que a corrente dos Ciclos Reais de Negócios, ao aceitar tanto a Lei de Say quanto a TQM

não apenas no longo prazo, mas também no curto, seria considerada a corrente mais ortodoxa. Essa escola vê a moeda como endógena, dado que “acomoda as necessidades dos ciclos” (MOLLO, 2004, p. 325), mas essa endogeneidade, por não estar ligada ao entesouramento, não afeta a neutralidade da moeda.

Mollo (2004) afirma também que nas correntes novo-clássica, neoclássica e novo-keynesiana, a moeda é exógena, o que significa que sua oferta pode ser controlada pela Autoridade Monetária. Isso se dá pela aceitação de uma demanda por moeda estável, pois esta tem sua base na realização de transações. De modo complementar, essas correntes veem a moeda como neutra, apesar de aceitarem sua não neutralidade no curto prazo, quando a demanda por moeda sofre oscilações e ocorrem entesouramentos momentâneos. Em contraposição, as escolas marxista e pós-keynesiana se baseiam em uma moeda endógena, ou seja, a instabilidade da demanda por moeda pode influenciar sua oferta, e não-neutra, dado que a quantidade de moeda em circulação exerce influência sobre fatores reais.

A grande importância dessa classificação quanto ao grau de heterodoxia de cada viés monetário se dá devido à ligação desta com a neutralidade da moeda. Quanto mais ortodoxa a escola, mais neutra é considerada a moeda, e essa neutralidade parte do grau de aceitação da Lei de Say e da TQM. Assim, as teorias de caráter mais heterodoxo defendem uma moeda menos neutra, ou não-neutra de fato, sendo a teoria pós-keynesiana um expoente dessa visão monetária.

A seguir, serão explicadas as correntes opostas, de modo a explicitar suas diferenças e, a partir daí, contribuir para um melhor entendimento do debate acerca da neutralidade.

## **2.2 A ortodoxia monetária**

Como já afirmado anteriormente, as teorias ortodoxas têm como pressupostos, muitas vezes implícitos, a aceitação da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda. Apesar de alguns autores negarem essa classificação de ortodoxia e heterodoxia, o presente trabalho considerou esta a melhor forma de classificação e sendo, portanto, a classificação adotada. A seguir, serão analisados

separadamente esses pressupostos, que apesar de muito relacionados, tem suas peculiaridades.

### **2.2.1 Lei de Say**

O primeiro pilar ortodoxo a ser analisado será a Lei de Say. Como afirmado por Blaug (1985), a principal e mais famosa representação da Lei de Say se dá pela afirmação de que "a oferta cria sua própria demanda". Isso significa que, segundo essa lei, oferta e demanda agregadas não são independentes, o que decorre do fato de que, quando a produção ocorre, são geradas rendas a partir desse processo, como salários e lucros, e com essa renda serão comprados os produtos ofertados. Se houver um aumento na oferta, haverá, conseqüentemente, um aumento na demanda, e assim o ciclo sempre se fecha.

É importante ressaltar que é possível a produção em excesso de um bem específico, ou mais de um bem, mas nunca do agregado de bens. Assim, em uma economia sem moeda, é impossível a ocorrência de um excesso geral de oferta. Contudo, em uma economia monetária, esse excesso é possível quando há excesso de demanda por moeda, o que é aceito de forma transitória até que a economia retorne ao seu equilíbrio monetário (BLAUG, 1985).

Para garantir que o ciclo do fluxo de renda sempre se feche, sem que ocorram falhas, é necessário adotar a premissa de que a moeda não é um ativo, o que faz com que ela não seja desejável por si mesma, como explica Mollo (2004). Uma moeda desse tipo serve, basicamente, para facilitar trocas, o que é representado na teoria clássica como um véu. Assim, a moeda é demandada pelo que posteriormente será chamado por Keynes de motivo transacional. É exatamente por ser apenas um véu que surge a impossibilidade de entesouramento em uma economia ortodoxa, pois toda espécie de retenção de moeda se dissipa no longo prazo. Assim, nas correntes clássicas, não há racionalidade no entesouramento.

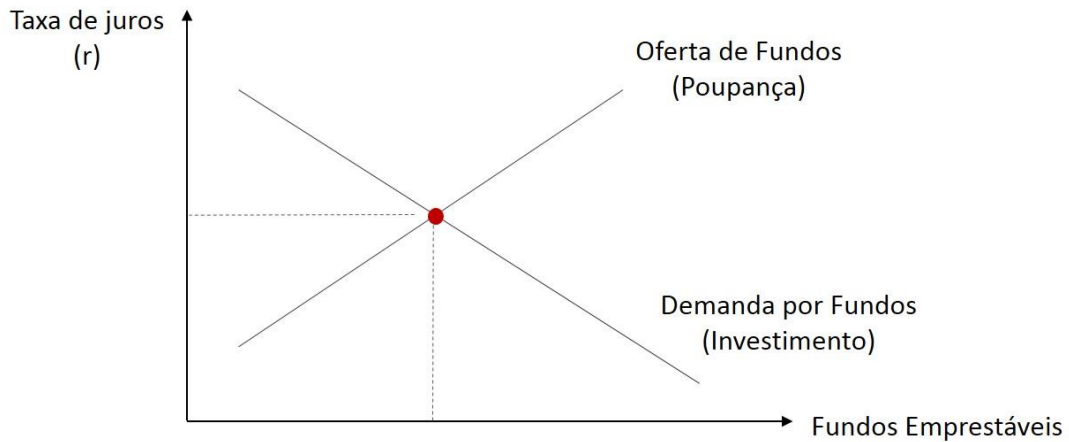
Se a moeda tem apenas a utilidade de facilitar transações, pode-se inferir que sua demanda será estável, o que é imprescindível para garantir a validade da Lei de Say. Garantida essa estabilidade, garante-se que haja equilíbrio monetário no sistema.

Para que se torne claro o motivo de oferta e demanda se igualarem, é necessário analisar o papel da taxa de juros na visão clássica, bem diferente de seu papel visto do ponto de vista heterodoxo. Como explicado por Moreira (2005), é a taxa de juros a responsável por igualar poupança e investimento. No caso de uma poupança superior ao investimento, que caracteriza uma oferta maior que a demanda por empréstimos, a taxa de juros, determinada exogenamente pela Autoridade Monetária, se reduzirá, estimulando o aumento de investimentos e a redução do nível de poupança até que estes se igualem. Da mesma forma, se a poupança for menor que o investimento, a taxa de juros deverá ser aumentada. Isso só é possível tendo em vista que, na visão ortodoxa, a poupança é anterior ao investimento, e necessária para que este possa se tornar possível.

Chick (1994) afirma que o papel da taxa de juros e sua relação com a poupança e o investimento estão intimamente ligados com o nível de desenvolvimento das instituições financeiras. A autora propõe a possibilidade de cinco graus distintos e consecutivos de desenvolvimento financeiro, tendo como base de sua pesquisa o sistema bancário inglês, mas sua análise é válida para sistemas financeiros no geral, sem prender-se a um caso específico.

Segundo a autora, no estágio um, os bancos são receptores de poupanças e podem, a partir destas, conceder empréstimos. Analisando a ordem causal, seriam realizados depósitos, que constituiriam a reserva dos bancos, e estes emprestariam uma parcela dessa reserva, de modo que quanto maior o volume emprestado, menor a reserva do sistema bancário como um todo. Desse modo, pode-se perceber que a poupança é determinante para a realização dos investimentos, exatamente como previsto pela visão clássica.

Tomando outro ponto de vista, temos a Teoria dos Fundos Empréstáveis, que define o mercado de capitais e pode ser representada pelo seguinte gráfico:

**GRÁFICO 1 - TEORIA DOS FUNDOS EMPRESTÁVEIS**

Fonte: Studart (2013). Elaboração própria.

Como afirmado por Studart (1993), a curva crescente representa a função poupança, dependente das preferências das famílias, de modo que estas decidem o quanto deixarão de consumir no presente para consumir no futuro, enquanto a curva decrescente representa o investimento, dependente da produtividade marginal do capital. O cruzamento dessas curvas se dá no ponto em que a poupança se iguala ao investimento, pois é nesse ponto que a taxa de juros de mercado se iguala à taxa de juros natural da economia. Partindo do pressuposto de que a poupança é constituída pela renda não consumida, como afirmam Lopes e Rossetti (1998), ela será utilizada pelos investidores, por intermédio do sistema bancário, para investimento na produção. Tendo isso em vista, Costa (1991) afirma que a taxa de juros é determinada conjuntamente pela oferta de fundos empréstáveis – a poupança – e a demanda por esses fundos – o investimento. Assim, a taxa de juros é determinada por fatores reais.

A Teoria dos Fundos Empréstáveis, ao afirmar que toda renda não consumida pode ser emprestada, e reafirmar a poupança como precursora do investimento, reafirma também a impossibilidade de entesouramento e, assim, a neutralidade da moeda. Ao defender o motivo transacional como a base para se demandar moeda, garante a estabilidade dessa demanda e, ao reforçar o fluxo circular inquebrável de renda no longo prazo, estabelecendo que fundos poupados se converterão em investimento, tal qual determina a Lei de Say, ela reforça a irracionalidade do

entesouramento. Além disso, a teoria ortodoxa não acredita que o crédito pode impactar em variáveis reais no longo prazo, de modo que ele é apenas uma transferência de renda dos agentes poupadores para os investidores, sem criar valor. Assim, a moeda continua não afetando variáveis reais.

### **2.2.2 Teoria Quantitativa da Moeda**

A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), pilar da visão ortodoxa assim como a Lei de Say, também tem sua aceitação como condição necessária para a neutralidade da moeda. Ela parte de duas premissas básicas, como explica Mendonça (2011). A primeira é a afirmação de que variações na quantidade de moeda em circulação causarão variações proporcionais no nível de preços dessa economia. A segunda é a negação de que essa variação no volume de moeda tenha efeitos em variáveis reais, o que é exatamente a implicação da neutralidade da moeda.

#### **2.2.2.1 Precusores da Teoria Quantitativa da Moeda**

Inicialmente proposta por Bodin, o primeiro esboço da TQM buscava explicar a causalidade da quantidade de moeda em circulação na determinação do nível de preços. Em um contexto mercantilista, Bodin percebeu que quanto mais abundante a quantidade de moeda disponível, mais caros se tornavam os produtos. Posteriormente, Locke acrescenta o conceito de velocidade de circulação da moeda, afirmando que esta também exerce influência sobre o valor do dinheiro (LOPES; ROSSETTI; 1998).

Em 1752, David Hume, reconhecido como o primeiro autor a definir de fato a TQM, publica seus “Political Discourses”, que incluem seus textos “Of Money” e “Of Interest”. Neles, como explicam Lopes e Rossetti (1998), Hume defende que o preço pode variar devido a mudanças no nível de moeda ou no nível de mercadorias, dado que é uma relação entre ambos. Ele afirma também que variações no volume de moeda podem causar variações no produto real e no emprego, e não só nos preços, mas apenas de modo transitório até que a economia retorne ao equilíbrio, pois alguns agentes se beneficiam do aumento no estoque de moeda anteriormente a outros agentes, e há um lapso temporal até que se atinja certa uniformidade (MENDONÇA, 2011).



Posteriormente a Hume, surgem controvérsias interessantes a serem citadas, as quais englobam o entendimento acerca da relação entre oferta de moeda e o nível de preços nos séculos XVIII e XIX. Como afirmado por Lopes e Rossetti (1998), grandes debates se iniciaram durante as Guerras Napoleônicas, que levaram à retenção e entesouramento dos metais preciosos na Inglaterra, levando a uma emissão maior de papel moeda por parte do Banco da Inglaterra na tentativa de suprir a demanda de moeda.

Como exposto por Mollo (1994), o primeiro grande debate se deu entre os chamados “bullionistas” e os “antibullionistas”. Essas denominações vêm do termo *bullion*, que remete ao ouro em espécie. A corrente “bullionista” defendia que o excesso de emissão de notas bancárias, que funcionavam como papel-moeda, causava sua desvalorização, de modo que os preços dos produtos se tornavam mais altos, ao mesmo tempo em que essas notas bancárias se desvalorizavam em relação ao ouro. Para essa corrente, a velocidade da moeda era vista como constante, de modo que a demanda por moeda se mantinha estável. Dessa forma, viam como adequado controlar a oferta de moeda de forma que não ocorressem excessos na emissão.

Enquanto isso, a corrente “antibullionista” negava que apenas o volume de emissões bancárias causava o aumento no nível de preços. Para essa vertente, a oferta de moeda era endógena e sua velocidade de circulação poderia variar de acordo com as expectativas a respeito de suas possíveis desvalorizações. O aumento nos preços, ao contrário da visão “bullionista”, era visto como uma causa do aumento de moeda, invertendo a causalidade. Para eles, fatores como o pagamento de dívidas de guerra e a necessidade de importação de bens agrícolas causavam a saída de ouro da Inglaterra, de modo que este se tornava escasso e, assim, mais valorizado que as notas bancárias. Assim, considerava-se que o controle da oferta de moeda, conforme proposto pela corrente oposta, poderia ter um efeito repressivo na economia.

Continuando sua explicação, Mollo (1994) afirma que, alguns anos mais tarde, outro debate monetário ganha força, dando continuidade à controvérsia

anterior. De um lado estava a Currency School, continuação da corrente “bullionista”, que defendia o estabelecimento de limites à emissão de moeda de modo ainda mais forte e restritivo que a escola que a antecedeu. Por aceitar largamente a TQM, tendo a moeda como variável exógena e ativa, mas defendendo um forte viés liberal, a Currency School defendia um controle monetário via ligação da quantidade de moeda em circulação com o estoque de ouro do país.

Do outro lado estava a Banking School, que tinha uma visão mais próxima à vertente “antibullionista” e que defendia, portanto, uma moeda endógena, determinada de acordo com a necessidade das firmas. Por isso, ao negarem a TQM, não acreditavam que o controle monetário devesse ser o caminho a ser seguido, duvidando até mesmo da efetividade desse controle, dado que a moeda poderia ser entesourada, afetando sua velocidade de circulação, ou poderiam surgir outros ativos, como letras de câmbio, que poderiam substituir as notas bancárias, inviabilizando o controle monetário.

Ambos os debates perduraram por diversos anos, não atingindo um consenso até os dias atuais, apesar da grande aceitação da TQM pela visão *mainstream*.

#### **2.2.2.2 A teoria quantitativa de Fischer e Marshall**

Somente em 1911, a TQM foi matematicamente formalizada por Irving Fischer em sua “equação de trocas”, proposta em seu “The Purchasing Power of Money” (LOPES e ROSSETI, 1998):

$$M V = P T \quad (1)$$

Em que M representa a quantidade de moeda em circulação, V representa a velocidade de circulação da moeda, P representa o nível geral de preços e T o volume de transações. Em um modelo posterior, expandido, Fischer inclui os depósitos à vista, chamados por ele de “moeda bancária”. A equação na forma expandida é:

$$M V + M' V' = P T \quad (2)$$

Sendo M' a quantidade de moeda em depósitos à vista e V' a velocidade de circulação desses depósitos.

Fischer afirmava que o aumento da quantidade de moeda levava ao aumento de gastos e, tendo em vista que a economia está em seu nível de pleno emprego, há um aumento de preços no longo prazo. Contudo, de modo indireto, o aumento da quantidade de moeda em circulação causa uma redução da taxa de juros, o que incentiva investimentos no curto prazo, mas posteriormente há um aumento nos custos, de modo que ocorrerá inflação. Assim, apesar da moeda não ser neutra no curto prazo, ela é neutralizada no longo prazo, de modo que a capacidade produtiva não será aumentada com o aumento de moeda, fazendo com que os preços aumentem proporcionalmente<sup>1</sup>.

Assim, partindo de estudos empíricos, como explicam Lopes e Rossetti (1998), Fischer pode concluir que a variável ativa era  $M$ , e a variável absolutamente passiva era  $P$ . Já  $V$ , assim como  $V'$ , seriam determinadas de acordo com os hábitos das famílias, sendo admitida como constante. Pela identidade contábil da equação de trocas, concluiu que a quantidade de moeda afetava o nível de preços, enquanto a quantidade transacionada, ou produto real, se mantinham inalterados, estabelecendo assim que a moeda era neutra.

### 2.2.2.3 A TQM na versão de Cambridge

Posteriormente, Alfred Marshall altera a equação de trocas de modo a realçar a demanda por moeda, e passando a utilizar o valor do produto real da economia, PIB, no lugar do total transacionado, de modo que a equação se torna:

$$M = k P Y \quad (3)$$

Em que  $Y$  corresponde à renda real dessa economia e a variável  $k$  corresponde ao inverso da variável  $V$ , utilizada anteriormente, representando a demanda por moeda e sendo expressa como a proporção do rendimento que o público deseja reter de forma líquida. Essa é a forma mais famosa da equação da TQM e seu intuito foi valorizar a importância da demanda por moeda, a qual é vista aqui como estável, dado que depende da renda e esta, por sua vez, tende ao equilíbrio no longo prazo.

---

<sup>1</sup>Esse parágrafo tem como referência principal as notas de aula da disciplina História do Pensamento Econômico, ministrada pela professora Maria de Lourdes Rollemberg Mollo, da Universidade de Brasília, no segundo semestre de 2019.

Cabe ressaltar que os encaixes, representados por  $k$ , se constituem da “proporção da renda mantida em caixa, exclusivamente para fins transacionais” (LOPES e ROSSETTI, 1998, p. 196). Devido a isso, essa equação é chamada frequentemente de Equação de Caixa. Assim, representa o inverso da velocidade-renda de circulação da moeda.

Dado que a demanda por moeda, conforme o pensamento ortodoxo, tem sua base na realização de transações, ela não é considerada um ativo, o que é uma premissa necessária para garantir sua estabilidade. Assumindo que  $k$  e  $Y$  são também estáveis, e também constantes ao menos no curto prazo, mudanças na oferta de moeda levariam a efeitos apenas nos preços.

#### **2.2.2.4 A moderna TQM de Friedman**

A TQM moderna, continuação das versões anteriores, possui forte influência de Milton Friedman e serve, em grande medida, como uma defesa ao monetarismo, de modo a reabilitar a TQM após o período em que o pensamento de Keynes se difundiu. Ao defender a neutralidade da moeda, o monetarismo atribui à política fiscal a ocorrência de flutuações e crises econômicas.

Lopes e Rossetti (1998) explicam que, ao considerar a moeda como o elemento econômico central, Friedman propôs que seria por meio da política monetária, ao controlar a oferta de moeda na economia, que seria possível a obtenção de crescimento. Dado que a oferta de moeda é exógena, que a demanda por moeda é estável, dado que é uma função da renda, e que a velocidade de circulação da moeda, no pensamento de Friedman, passa a ser calculável, é apenas por meio da política monetária que seria possível manter a estabilidade econômica enquanto se promove crescimento.

Devido à crença na neutralidade da moeda, o monetarismo acredita que o crescimento apenas é influenciado por variáveis reais, apesar de aceitar que a moeda afeta a demanda agregada no curto prazo. Mesmo acreditando na política monetária como o melhor meio de intervenção econômica, Friedman admite que ela pode agir de modo defasado, não impedindo oscilações na economia. Por isso, dado que o monetarismo tem grande foco no controle da variação de preços, essa

corrente de pensamento propõe que a oferta de moeda cresça a uma taxa constante, de modo que a Autoridade Monetária consiga atender ao crescimento da produção. Desse modo, uma taxa fixa é preferível a uma taxa baseada em conjunturas, reduzindo assim as oscilações no nível de preços que poderia tornar o crescimento instável (LOPES e ROSSETTI, 1998).

### **2.2.3 Relação entre a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda**

Os dois pilares da neutralidade da moeda, a Lei de Say e a TQM, possuem pressupostos intrinsecamente relacionados. Como explicado por Mollo (2004):

É a ausência de entesouramento que torna a demanda estável e, conseqüentemente, a velocidade de circulação da moeda estável ou previsível. É, por sua vez, a neutralidade da moeda que impede que variações da quantidade de moeda afetem a produção real, garantindo efeito proporcional sobre o nível geral de preços, ou seja, provocando inflação. Finalmente, é o Banco Central que, podendo controlar a quantidade de moeda por meio de compensações de movimentos na velocidade de sua circulação, ao não fazê-lo corretamente, provoca inflação.

Partindo dessa explicação, pode-se concluir que a aceitação da neutralidade da moeda não é possível sem que se aceite seus pressupostos básicos. Por sua vez, dada a ligação entre eles, não há coerência na aceitação de apenas um dos pressupostos, dado que os dois possuem premissas fundamentais em comum.

## **2.3 A heterodoxia monetária**

A heterodoxia monetária, mais precisamente sob a concepção pós-keynesiana, acredita em outras premissas econômicas básicas e em outras atribuições à moeda, negadas pela ortodoxia monetária. Os pós-keynesianos, ao defenderem a não-neutralidade da moeda não apenas no curto prazo, como algumas escolas mais clássicas, mas também no longo prazo, estão negando terminantemente a Lei de Say e a TQM, em todas as suas versões.

Conforme explica Mollo (2004), existem duas maneiras de se explicar a não-neutralidade da moeda. A primeira é por meio da aceitação do entesouramento

como racional, enquanto a segunda se baseia nos efeitos do crédito na economia. A seguir, essas duas explicações, que levam à rejeição da TQM e da Lei de Say, serão abordadas.

### **2.3.1 O papel do entesouramento**

Um dos principais fatores para que se compreenda a racionalidade por trás do entesouramento está na concepção de incerteza. Diferentemente do risco, que pode ser mensurável por meio de métodos probabilísticos e estatísticos, a incerteza se refere a um tipo específico de risco - aquele que não pode ser medido.

A heterodoxia monetária vê as decisões econômicas como cruciais, de forma que uma decisão, ao ser tomada, tem consequências que não podem ser totalmente medidas. Isso se dá devido ao que Amado (2000, p. 51) denomina "caráter criativo do processo econômico", que faz com que cada evento seja único e não possa ser previsto por meio do aprendizado com os eventos passados. Carvalho (1988), citado por Amado (2000), chega a afirmar que dada a crucialidade e inovação das decisões econômicas, os agentes não conhecem todas as premissas para que se faça a melhor escolha e, inclusive, não podem conhecer todas as premissas. Algumas delas, por exemplo, só surgirão após a decisão já ter sido tomada.

Essa discussão sobre incerteza possui estreita relação com o conceito de ergodicidade. No estudo econômico, um evento ergódico é aquele em que o agente pode se basear em eventos passados para prever as consequências futuras de sua decisão. Há regularidade em sua distribuição de probabilidades e, por isso, é possível que ocorra aprendizado (AMADO, 2000).

A teoria pós-keynesiana considera que, no caso da tomada de decisões, não há ergodicidade nos eventos econômicos e, por isso, cada decisão tem caráter inovador. Cabe ressaltar que quanto mais distante no tempo está o resultado da decisão que é tomada hoje, maior a incerteza em torno dessa decisão. Em decisões cujos resultados estão mais próximos, a reavaliação das expectativas é mais concreta, reduzindo um pouco o universo de possibilidades associadas à decisão tomada, de forma que a incerteza não é tão grande.

Carvalho (1992) explicita os argumentos anteriores por meio de axiomas. O "axioma da produção" é traduzido pelo caráter especulativo da produção, pois quando a decisão de produzir é tomada, se passa certo tempo até que os produtos cheguem de fato a ser comercializados. Portanto, a produção é realizada com base apenas em expectativas quanto à demanda. Dessa forma, a incerteza em torno da quantidade a ser produzida impede que se saiba com exatidão quais seriam as possíveis quantidades ótimas.

Outros axiomas de enorme importância são o "axioma da não-pré-conciliação de planos" e o "axioma da irreversibilidade do tempo". O primeiro explica a ausência de coordenação entre as firmas, de modo que cada produtor age de forma independente, o que remete ao que Marx denominava "anarquia da produção"<sup>2</sup>. O segundo axioma, conforme explica Amado (2000), está fortemente ligado com a concepção de tempo da corrente pós-keynesiana e com a negação da ergodicidade. Dessa forma, é necessário, primeiramente, entender como o tempo é concebido em cada viés econômico.

No caso das escolas de viés mais clássico, o tempo tem caráter lógico, de modo que visa explicar a causalidade entre as variáveis, e pode ser revertido. As expectativas são alteradas de modo que possam prever os resultados futuros dos eventos presentes. Amado (2000) chega a afirmar que o tempo lógico seria equivalente à ausência de tempo. Já no pensamento pós-keynesiano, o tempo possui caráter histórico, não podendo ser revertido. Assim, decisões tomadas no presente terão efeitos apenas no futuro, e as expectativas não necessariamente se concretizam. Daí a irreversibilidade do tempo, pois os resultados das escolhas de hoje só podem ser conhecidos em momento futuro. E dada a não-ergodicidade dos eventos econômicos, se torna impossível mensurar as probabilidades dos resultados de cada decisão.

Após essa explicação, pode-se agora discutir o entesouramento da moeda. Tendo em vista que, de acordo com o pensamento pós-keynesiano, a moeda é o

---

<sup>2</sup> Para maior esclarecimento, consultar MARX, K. O revolucionamento da manufatura, do artesanato e do trabalho domiciliar pela grande indústria. In: MARX, K. O Capital. V.1, 7 ed. Boitempo Editorial, 2013.

ativo de máxima liquidez, os agentes econômicos podem optar por reter moeda dependendo das expectativas que possuem para a conjuntura econômica futura. Dada a incerteza que permeia essas expectativas, surge o que Keynes denominou "preferência pela liquidez".

Conforme Amado (2004), a liquidez está relacionada com a flexibilidade que o ativo dá ao seu detentor e possui dois componentes: a velocidade de transformação e a capacidade de manter seu valor. Há um *trade-off* entre esses componentes pois quanto mais rápido um ativo pode ser trocado, maior a propensão dele a perder valor, assim o ativo é mais líquido quanto maior a velocidade com que consegue se transformar em outro ativo mantendo seu valor.

A moeda é considerada o ativo líquido por excelência por ter características únicas: tanto sua elasticidade de produção quanto de substituição é negligenciável. Isso significa que a disponibilidade de moeda é consideravelmente insensível à demanda e suas funções não podem ser realizadas por ativos substitutos." (CARVALHO, 1992). Assim, Amado (2000, p.61) afirma que sua retenção representa "a retenção potencial de qualquer mercadoria ou ativo".

Para que se entenda a preferência pela liquidez, é necessário que se explique os motivos para se demandar moeda. Os três motivos principais, defendidos pela teoria pós-keynesiana, foram propostos por Keynes em sua Teoria Geral. Posteriormente, em textos publicados em 1973, Keynes propôs um quarto motivo, sobre o qual há certa divergência dentre as interpretações dos economistas.

O primeiro motivo para se demandar moeda, como afirma Amado (2000), é o motivo básico considerado pelas correntes ortodoxas: o motivo transacional. A quantidade de moeda demandada para transações seria uma parcela da renda total, de forma que facilite a realização de trocas comerciais, o que é aceito se a moeda é vista apenas como um véu ou se for vista como um ativo. O segundo motivo, também dependente da renda, é o motivo precaução. Parte da renda é retida como forma do agente se proteger contra imprevistos, e depende das expectativas quanto ao ambiente econômico. O terceiro motivo, chamado de motivo especulativo, está



ligado à obtenção de ganhos de capital e, por isso, está fortemente ligado às expectativas.

Ainda segundo Amado (2000), cabe ressaltar que há um *trade-off* entre os motivos precaucional e especulativo, visto que em um mercado menos desenvolvido os agentes tendem a manter uma proporção maior da renda em forma de poupança, enquanto em mercados mais desenvolvidos, em que há maior liquidez, os agentes buscam mais fortemente antecipar mudanças nas expectativas para obtenção de ganhos por meio de compra e venda de ativos.

Por fim, Amado (2000) afirma que o chamado motivo *finance* se refere à necessidade de liquidez entre o momento que uma decisão de gasto é tomada e o momento em que o gasto efetivamente se realiza, como um investimento, por exemplo. Contudo, seria o investimento para aumento de capacidade produtiva, e não aquele com intuito de apenas repor bens de capital. Assim, o *finance* está ligado à execução de novos investimentos. Esse motivo não é um consenso na literatura, havendo algumas divergências de interpretação, mas adotaremos essa definição por ser considerada a que mais se aproxima da visão de Keynes.

Tendo em vista esses quatro motivos, principalmente os três últimos, se torna racional o entesouramento da moeda. Dessa forma, a Lei de Say não pode ser sustentada e o ciclo perfeito de circulação da renda é quebrado, de modo que a renda retida pode levar a insuficiência de demanda e excesso de oferta.

### **2.3.2 O papel do crédito**

Para que se torne claro o efeito do crédito na economia a partir de um viés pós-keynesiano, é necessário entender, primeiramente, os estágios de desenvolvimento das instituições bancárias. Como já afirmado anteriormente, Victoria Chick (1994) propôs cinco estágios de desenvolvimento financeiro, de modo que a economia sob um viés ortodoxo corresponde ao primeiro estágio, com a poupança formando as reservas bancárias e, a partir destas, os bancos realizam empréstimos. Assim, a poupança antecede o investimento.

A partir do segundo estágio, essa autora afirma que os bancos deixam de ser meros intermediários entre poupança e investimento. Os depósitos já não são mais apenas poupança, mas também meio de pagamento, de forma cada vez mais abrangente. É também nesse estágio que surge o "multiplicador de depósitos bancários", pois os bancos, que agora possuem maior confiança dos agentes econômicos, podem emprestar mais dinheiro que aquele que possuem em reserva. Assim, inverte-se a causalidade entre poupança e investimento, com este podendo ser realizado sem a necessidade de poupança prévia.

Ao longo dos estágios, os depósitos se consolidam cada vez mais como meio de pagamento, fazendo com que o aumento do nível de empréstimos afete cada vez menos a reserva dos bancos. Mesmo assim, para a consolidação do sistema, surge a necessidade de uma instituição emprestadora de última instância para suprir o sistema bancário em caso de reserva insuficiente. É também essa instituição, que se torna a Autoridade Monetária, geralmente representada pelo Banco Central do país, que impõe uma taxa mínima de reserva nos bancos como forma de tentativa de controle da oferta de moeda.

No último estágio, com o nível de crédito cada vez menos atrelado às reservas bancárias, Chick (1994) afirma ocorrer um descolamento de forma que se perde completamente a necessidade de lastro para a concessão de empréstimo pelos bancos. Ao mesmo tempo, com o surgimento de instituições de financiamento inovadoras, como *fintechs*, a concessão de crédito vem sendo facilitada, de modo que a oferta de moeda não pode mais ser vista como exógena, pois o Banco Central não possui meios de controlar efetivamente essa oferta dado que ela é cada vez mais atrelada à demanda.

Outra questão de grande relevância na discussão sobre a não-neutralidade da moeda é o papel do mercado de ativos. Como explicado por Studart (1993), a preferência pela liquidez torna instável a demanda, principalmente devido ao motivo especulativo, que depende do mercado de ativos. Esse mercado, constituído por títulos e ações, se divide em um mercado primário, no qual estão os ativos emitidos diretamente, e em um mercado secundário, onde os ativos emitidos no mercado primário são negociados.

Com a existência desse mercado dividido, os ativos financeiros se tornaram mais líquidos e as informações a respeito dos ativos emitidos se tornaram mais abundantes, de forma que possibilitaram uma previsão moderada a respeito de futuras emissões. Contudo, o mercado secundário precisa de compradores que se interessem por ativos diversos, a preços também diversos, de modo que as expectativas altistas e baixistas existam mutuamente, permitindo que o mercado secundário também possa existir com continuidade.

Levando em consideração a importância da emissão de ações e títulos no financiamento de investimentos, e tendo em vista o descolamento proporcionado pelo mercado secundário, se torna claro o enfraquecimento da necessidade de lastro na criação de moeda. O aumento na concessão de crédito para a realização de investimentos, que corresponde a um aumento na oferta de moeda, permite um aumento na capacidade produtiva.

Isso ocorre devido à facilidade de acesso ao crédito em estágios avançados do desenvolvimento financeiro possibilitar que o investimento ocorra sem influência do nível de poupanças da economia, como mostra Chick (1994), o que faz com que aumentos na capacidade produtiva presente possibilitem aumentos de produção no futuro. Dado que o investimento no pensamento pós-keynesiano é visto como um dos determinantes da demanda efetiva, e não como consequência do nível desta, a moeda impacta no nível de produto e emprego indiretamente, via investimento.

Um fato a ser mencionado é que o pensamento clássico não aceita que aumentos na oferta de moeda possam causar aumento de capacidade produtiva. Como no pensamento heterodoxo isso é visto como possível, e dado o caráter histórico do tempo, a moeda pode permitir que aumentos de capacidade no presente representem aumentos de produção futuros, mas isso não pode ser mensurado com precisão devido à não-ergodicidade do tempo e ao caráter crucial e inovador das decisões (AMADO, 2000).

Quanto ao papel da taxa de juros na economia pós-keynesiana, esse tópico será discutido mais a fundo no próximo capítulo, onde serão abordadas as políticas

econômicas condizentes com o pensamento de Keynes. Contudo, pode-se adiantar que a taxa de juros tem sua determinação pautada pela preferência pela liquidez, a qual, por sua vez, é influenciada principalmente pelo motivo especulação, fortemente ligado ao mercado de ativos.

## **2.4 Considerações finais do capítulo**

Diante dessa revisão de literatura a respeito do debate em torno da neutralidade da moeda, pode-se perceber que ambas as teorias, tanto contra quanto a favor da neutralidade, desenvolveram premissas e argumentos muito bem estruturados, de modo que a discussão permanece atual e sem a perspectiva de se atingir um consenso.

A ortodoxia monetária, aceita de modo mais amplo, parte de uma moeda demandada para transações, o que a faz ter demanda estável, e uma oferta de moeda exógena, que pode afetar variáveis reais no curto prazo mas que, no longo prazo, terá seus efeitos dissipados e impacto permanente apenas no nível de preços. Já a heterodoxia monetária parte de uma moeda que possui mais motivos para ser demandada, de forma que sua demanda é mais instável, e esses motivos trazem a preferência pela liquidez como forma racional de agir em um ambiente marcado pela incerteza e pela unilateralidade do tempo. A oferta de moeda é vista como endógena, dado que a demanda pode afetá-la, e a quantidade de moeda em circulação pode afetar não apenas as variáveis monetárias, mas também as variáveis reais, no curto e longo prazos.

Ambas as teorias têm seu reconhecimento, assim como também tem suas críticas e, assim, podem ser aperfeiçoadas. Conforme afirma Oreiro (2011), à heterodoxia monetária cabe desenvolver mais sua metodologia própria, abandonando a comparação e crítica em relação aos argumentos ortodoxos como forma de aprimorar sua própria teoria, de modo a ter mais autonomia. Já à ortodoxia monetária, cabe o reconhecimento de que suas premissas não são um consenso econômico, de modo que ainda são necessários estudos que contraponham com maior consistência as críticas heterodoxas e comprovem a veracidade dos argumentos clássicos, ainda tão criticados e confrontados.

### **3 A macroeconomia pós-keynesiana**

#### **3.1 Introdução ao capítulo**

A macroeconomia pós-keynesiana, ao considerar a influência da moeda tanto do lado real quanto monetário da economia, deve ser conduzida de forma distinta, não podendo assumir as prescrições ortodoxas. Dessa forma, suas políticas devem ter em vista o aparato teórico que possibilitará alcançar os resultados esperados, de forma que teoria e prática sejam coordenadas.

Políticas econômicas keynesianas, de acordo com a visão pós-keynesiana, partem da busca de uma demanda agregada que consiga conduzir o mercado ao nível de pleno emprego, dado que não existem forças que levem a esse nível de forma automática. Assim, como explica Carvalho (2008, p. 14):

A política econômica keynesiana não é uma política alocativa, mas uma política de mobilização, uma política macroeconômica, portanto, visando a administrar a demanda agregada de modo a mantê-la no nível adequado à sustentação do pleno emprego. Idealmente, a política econômica keynesiana seria aquela que estimularia empresários a utilizar os fatores de produção disponíveis, deixando inteiramente a seu cargo a decisão de onde empregá-los.

Assim, como ponto de partida para a discussão em torno de como seria uma gestão macroeconômica da perspectiva pós-keynesiana, inicia-se este capítulo abordando a política fiscal, vista como a política central do pensamento pós-keynesiano. Em seguida, serão abordadas as políticas cambial e monetária e, no último tópico, serão discutidos métodos não-monetários de controle da inflação, que se baseiam no aparato teórico aqui utilizado.

#### **3.2 A política fiscal**

Um ponto de partida de grande importância, do ponto de vista histórico, para que se compreenda a política fiscal conforme proposta por Keynes foi a Grande Depressão em 1929. Como afirmam Camara e De Paula (2018), depois dessa crise, as políticas econômicas não mais poderiam permanecer em seu caráter apenas

alocativo, partindo do princípio de que a demanda agregada se encontrava em nível correspondente ao nível de pleno emprego. A crise evidenciou a necessidade de intervenção estatal para que a demanda efetiva se torne condizente com o pleno emprego dos fatores, ou seja, respeitando o Princípio da Demanda Efetiva.

Posteriormente, como é comum no universo econômico, a discussão a respeito do melhor tipo de política é retomada fortemente, após os choques do petróleo na década de 1970. A ascensão das escolas ortodoxas, principalmente após a propagação do regime de metas de inflação, limitou a política fiscal a um papel secundário nas políticas econômicas. Como afirmam Montes e Alves (2012), ela perdeu a possibilidade de se tornar o grande instrumento de condução da demanda agregada como proposto por Keynes, e se consolidou como um mero instrumento de estabilidade para que a política monetária possa exercer seu papel sem grandes imprevistos. Como reação, também na década de 1970, começam a surgir teóricos keynesianos insatisfeitos não apenas com a continuação das teorias consideradas *mainstream*, como também quanto ao rumo tomado pelos ditos "keynesianos da síntese neoclássica", os novos keynesianos. Assim, começa a surgir a corrente pós-keynesiana.

Com a propagação das teorias monetárias ortodoxas, ficam mais fortes e recorrentes as críticas de que a política fiscal keynesiana é excessivamente permissiva quanto aos gastos públicos e, consequentemente, quanto ao endividamento. Como afirmam Camara e De Paula (2018), segundo o viés ortodoxo, existiriam apenas duas saídas possíveis, ambas ruins, para esse endividamento. O governo poderia passar a emitir moeda, resultando posteriormente em inflação, ou poderia financiar o endividamento por meio de empréstimos, até que o nível da dívida se tornasse insustentável<sup>3</sup>.

Tendo em vista a ênfase dada à política fiscal no pensamento de Keynes, não é difícil encontrar em seus escritos os argumentos que possibilitam a contraposição às críticas a respeito da permissividade. Um dos argumentos mais famosos seria a divisão que Keynes propõe no orçamento público, no qual existiria um orçamento

---

<sup>3</sup> O nível considerado insustentável da dívida pública é visto como subjetivo, não existindo um consenso na literatura.

ordinário, que deveria ser predominantemente superavitário e serviria para custear as despesas públicas, e um orçamento de capital, que poderia ser frequentemente deficitário e teria a função de financiar novos investimentos por parte do Estado. Seria principalmente este último a base para o alcance do pleno emprego, não onerando, portanto, a dívida pública dado que não afetaria a renda pública corrente (CAMARA; PAULA; 2018)

Tendo como base as prescrições de Keynes, os pós-keynesianos defendem não um constante déficit orçamentário, mas o uso dos recursos públicos para suprir a demanda agregada quando esta não possibilita, sozinha, o pleno emprego. Montes e Alves (2012) explicam que, em uma economia monetária, a incerteza pode levar os agentes a preferir reter moeda a realizar novos investimentos, principalmente em momentos de expectativa desfavorável, quando o nível de atividade pode decair de forma que a produção e o emprego sofrerão retração. Daí a necessidade de uma política fiscal ativa em um mundo de moeda não-neutra.

### **3.2.1 Gasto público e tributação**

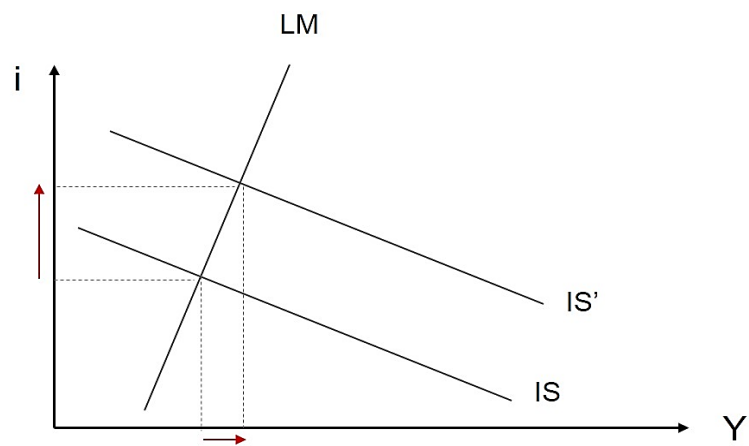
Camara e De Paula (2018) defendem que, de acordo com Keynes, o principal objetivo da política fiscal deve ser a prevenção de grandes flutuações visando a um crescimento estável, em que o investimento é a principal variável para a determinação do nível efetivo de atividade econômica. Dessa forma, conforme Terra e Ferrari Filho (2014), diferentemente do que é comumente propagado, o gasto público não tem a função de resgatar a economia quando esta se encontra em momento de pico ou de vale, e sim tem a missão de prevenir flutuações por meio de investimentos de longo prazo, de modo que o orçamento de capital consiga evitar que grandes picos e vales venham a ocorrer na trajetória econômica.

Para a realização efetiva dos investimentos, Keynes defende a chamada “socialização do investimento”. Essa socialização significa que o investimento total deve ser realizado tanto pelo setor público quanto pelo setor privado, mas o investimento público deve ser o principal, de modo que possa estimular o privado e, conseqüentemente, estimular a demanda agregada, aumentando o produto. Segundo Camara e De Paula (2018), Keynes chega a propor que o setor público

invista de dois a três quartos do total investido, afirmando que assim as oscilações seriam mais facilmente evitadas.

Um ponto importante a ser abordado, alvo de muita controvérsia, é a questão do efeito crowding-out. Como definem Jacinto e Ribeiro (1998), esse efeito corresponde a um efeito de substituição, em que o aumento do investimento do setor público leva a uma redução do investimento privado. Segundo a visão monetária ortodoxa, seria essa a consequência de aumentos de investimento público, como demonstrado no gráfico abaixo:

**GRÁFICO 2 – EFEITO CROWDING-OUT**



Fonte: Notas de aula da disciplina Macroeconomia 1, 2/2017 UnB. Elaboração própria.

Onde  $Y$  representa o produto nominal,  $i$  representa a taxa de juros nominal, e  $IS$  e  $LM$  representam as curvas conforme o modelo novo-keynesiano da síntese neoclássica, em que  $IS$  representa o equilíbrio no mercado de bens e  $LM$  representa o equilíbrio no mercado monetário.

Segundo a análise ortodoxa, a atuação da política fiscal por meio de um aumento nos gastos públicos visando a estimular a demanda agregada deslocaria a curva  $IS$  para a posição  $IS'$ , aumentando o produto nominal. Contudo, esse gasto público provocaria um aumento na taxa de juros, reduzindo o investimento privado e impactando negativamente na demanda agregada, de modo que o produto se



reduziria, anulando o crescimento anterior. Devido a esse efeito *crowding-out*, a política fiscal teria baixa efetividade quando observada do ponto de vista ortodoxo.

Em contraposição, como defendem Camara e De Paula (2018), a análise pós-keynesiana nega esse efeito *crowding-out*, acreditando em seu efeito oposto, o efeito *crowding-in*, de complementaridade. Ao levar em conta um Banco Central “keynesiano” e uma moeda parcialmente endógena, ou seja, em que apenas parte da oferta de moeda pode ser controlada exogenamente pelo Banco Central e parte é influenciada pela própria demanda por moeda, então o próprio aumento do nível dos negócios decorrente da política fiscal levaria os bancos privados a ofertarem mais moeda, suprimindo o aumento da demanda por moeda advinda do aumento da atividade econômica. Assim, a taxa de juros terá apenas um pequeno aumento, não tendo forte impacto no nível de investimento e, conseqüentemente, no produto dessa economia, que crescerá mais do que proporcionalmente devido ao efeito multiplicador. É devido ao efeito , em que o investimento público pode estimular o investimento privado ao invés de anulá-lo, que a política fiscal é vista como grande instrumento de crescimento econômico no pensamento pós-keynesiano.

Além de gastos públicos, o governo também pode se utilizar da tributação para agir por meio da política fiscal. Como afirmam Terra e Ferrari Filho (2014), a tributação possui três objetivos principais: aumentar ou diminuir a renda da população, de forma a ampliar ou reduzir a demanda agregada; possibilitar que o Estado realize investimentos de longo prazo; e por fim, redistribuir a renda. Este último objetivo, por sinal, corresponde a uma tentativa de resolver o primeiro dos grandes problemas do capitalismo, segundo Keynes: a desigualdade de renda. O segundo problema, já discutido anteriormente, seria exatamente a insuficiência de demanda agregada.

### **3.2.2 Teoria das Finanças Funcionais**

Além de Keynes, outro teórico teve grande relevância na proposição de políticas econômicas que objetivavam a busca pelo pleno emprego, principalmente com o uso de instrumentos fiscais. Proposta por Abba Lerner na década de 1940, a Teoria das Finanças Funcionais segue fortemente o aparato teórico keynesiano. Essa teoria defende que as políticas monetária e fiscal não devem ser determinadas

por regras fixas, e sim avaliadas de acordo com os resultados econômicos esperados (ALVES e MONTES, 2012). Isso significa que, na maioria dos casos, o déficit público pode não ter o papel nefasto que a ortodoxia monetária prevê, mas sim atuar na indução da economia a uma maior utilização dos fatores sendo, portanto, um déficit temporário.

Partindo do princípio de que os investidores do setor privado não responderão adequadamente a uma queda na taxa de juros, o pleno emprego não será alcançado se apenas essa política monetária for utilizada. Esse fenômeno, como explicado por Rodrigues (2004, p. 13-14), é denominado “pessimismo das elasticidades”. Assim, Lerner propõe que se avaliem os resultados esperados em sua totalidade para que as políticas mais adequadas sejam postas em prática, não deixando que o alcance do pleno emprego dependa unicamente do investimento privado.

Um grande ponto de desenvolvimento da Teoria das Finanças Funcionais (TFF) foi a crítica à ideia das "Finanças Saudáveis". Com "saudável", queria referir-se a um governo que mantivesse o orçamento equilibrado e sem aumento da dívida pública (ALVES; MONTES; 2012). Essa ideia parecia plenamente aceitável para o pensamento ortodoxo dado que, partindo desse viés, a economia está constantemente em pleno emprego dos fatores, de modo que a moeda neutra não afeta o ciclo perfeito da renda previsto pela Lei de Say. Com isso, a utilização de políticas que se utilizam de gastos públicos apenas resultaria no efeito *crowding-out*. Além disso, o nível de emprego deveria depender exclusivamente do “estado de confiança” dos empresários, sem a necessidade de interferências estatais.

Partindo do pressuposto de que a moeda, com sua não-neutralidade, torna o alcance do pleno emprego algo mais improvável, ocorrendo de forma acidental ou por estímulos à demanda agregada, Lerner propõe prescrições de políticas. Primeiramente, indica o ajuste do gasto total da economia, de modo que sejam reduzidos o desemprego e a inflação. Para isso, o gasto público seria usado quando necessário aumentar o nível de dispêndio, e a tributação quando necessário reduzi-lo. Em segundo lugar, indica o alcance da taxa de juros ideal para que o nível de investimento seja adequado, e recomenda que se busque utilizar o pagamento de

dívidas ou a tomada de empréstimos para que a taxa seja alcançada. Por fim, sugere a manutenção da quantidade de moeda adequada para que as medidas anteriores possam ter êxito, o que se daria por meio de emissão ou destruição da moeda em circulação (LERNER, 1943, p. 41, apud WRAY, 2003, p. 96).

A partir dessas prescrições, pode-se inferir duas leis da TFF, como explicam Camara e De Paula (2018). A primeira afirma que é do Estado a responsabilidade de manter o nível de gastos compatível com o pleno emprego. Já a segunda, responsabiliza os *policy makers* pelo controle da taxa de juros de forma que esta possibilite um nível adequado de investimento. Quando esse volume de investimento adequado é atingido, o investimento público consegue fortalecer o investimento privado, gerando o chamado efeito crowding-in, já mencionado anteriormente.

Um ponto interessante da teoria de Lerner, apontado por Wray (2003), é que o governo não precisa da renda do público para pagar seus gastos, e sim o contrário. Dessa forma, o governo emite moeda para realizar gastos e, assim, a sociedade pode pagar seus tributos, de modo que os dispêndios do governo se autofinanciam. Se o orçamento *ex-post* é deficitário, isso significa que os gastos do setor público induziram o setor privado a gastar menos do que o previsto, resultando na consequente menor arrecadação tributária, e o oposto ocorre quando o orçamento *ex-post* é superavitário. Assim, a tributação é um produto dos gastos públicos, e não uma condição prévia para estes. Como resultado, as alíquotas de imposto visam ao alcance do pleno emprego, e não um orçamento equilibrado.

Quanto à inflação, Lerner não vê o orçamento equilibrado como meio para controlá-la. Para ele, se por meio de um déficit orçamentário for alcançado um aumento de capacidade produtiva, então esse futuro aumento de produção causará um efeito deflacionário. Assim, esse método seria muito mais eficiente no controle inflacionário, dado que permite maior possibilidade de crescimento produtivo (CAMARA e DE PAULA, 2018).

Cabe ressaltar que, assim como as políticas fiscais propostas por Keynes, as propostas de Lerner também são frequentemente entendidas como políticas de "*easy money*", ou seja, políticas permissivas quanto ao nível de endividamento ou

inflação. Contudo, conforme discutido no início do capítulo, essa interpretação é equivocada e fruto de leituras que não levam em consideração a real preocupação desses autores, ou seja, a busca pelo pleno emprego.

### 3.3 A política cambial

Em relação à política cambial, ao contrário do que é comumente recomendado nos dias de hoje, Keynes propõe que as taxas de câmbio não sejam completamente livres, mas administradas de modo que sejam adaptáveis à conjuntura vigente. Como afirmam Terra e Ferrari Filho (2014), o objetivo seria manter o câmbio a uma taxa que possibilite o equilíbrio externo, garantindo certa estabilidade para os preços internos. Além disso, como forma complementar, o câmbio deveria ser uma maneira de sinalização para a formação de expectativas, de modo a reduzir a incerteza quanto ao mercado internacional.

Tendo em vista as relações entre as políticas econômicas, a política cambial deve ter uma atuação complementar, de forma coordenada com os outros instrumentos de política econômica. Assim, quanto à política monetária, que possui relação estreita com a política cambial, Arestis, Terra e Ferrari Filho (2015), conforme citados por Araújo e Terra (2018), afirmam que a manutenção de um câmbio estável poderia contribuir não apenas para a redução da volatilidade dos fluxos de capitais, mas também, ao reduzir as pressões sobre a taxa de juros, contribuiria para a saúde do sistema financeiro. Além disso, a liberdade da política monetária é mais facilmente garantida quando efeitos *pass-through*<sup>4</sup> cambiais são inibidos, não afetando os preços internos.

Já a respeito da relação entre as políticas cambial e fiscal, Arestis, Terra e Ferrari Filho (2015, apud ARAÚJO e TERRA, 2018) afirmam que o efeito do câmbio será maior caso exista dívida externa. Nesse caso, uma taxa de câmbio estável é essencial para uma gestão eficiente do orçamento público, dado que um câmbio excessivamente volátil ou desvalorizado pode impactar negativamente na rolagem da dívida, aumentando rapidamente seu estoque.

---

<sup>4</sup>O efeito *pass-through* do câmbio pode ser definido como a variação percentual que uma variação de 1% na taxa de câmbio causa no nível de preços (CAMPA e GOLDBERG, 2002).

Nesse sentido, a realização de *swaps*<sup>5</sup> cambiais, o principal instrumento de política cambial, permite que o Banco Central não apenas proporcione uma maior liquidez ao mercado de câmbio, mas consiga minimizar oscilações excessivas. É principalmente dessa forma que a autoridade monetária consegue atingir os objetivos de coordenar políticas e reduzir incertezas, promovendo a formação de expectativas mais concretas.

### 3.4 A política monetária

De acordo com Keynes (1971, apud TERRA e FERRARI FILHO, 2014), a política monetária deve ser exercida por meio de operações de *open market*, isto é, compra ou venda de títulos da dívida pública pelo Banco Central, visando à administração da taxa de juros básica da economia de forma que se alinhem os preços relativos dos ativos passíveis de investimento. Keynes ressalta, ainda, que todo ativo tem sua taxa de juros, de modo que os agentes podem comparar as remunerações e destinar seus recursos a ativos que não expandam a atividade econômica, o que ocorre de forma mais recorrente quando há capacidade ociosa e expectativas desfavoráveis. Como os agentes formam expectativas em torno da taxa básica de juros, essa taxa deve ser amplamente conhecida, além de responsabilmente administrada. Outros instrumentos de política monetária seriam, como afirma Silva (2009), a fixação compulsória de reservas bancárias pelo Banco Central, além da determinação da taxa de juros das operações de redesconto. Contudo, ressalta que seriam as operações de *open market* o instrumento mais eficaz.

Conforme afirmam Terra e Ferrari Filho (2014), diferentemente da atuação da política fiscal, a atuação da política monetária impacta indiretamente na demanda agregada. Uma redução na taxa básica de juros permite que, para uma maior quantidade de pessoas, a eficiência marginal do capital se torne superior à taxa de juros, sendo vantajoso investir na produção. Contudo, dado que o investimento privado, sozinho, não consegue manter a atividade econômica devido ao já discutido pessimismo da elasticidade em relação à taxa de juros, grandes reduções na taxa básica de juros resultarão apenas em um pequeno aumento no nível do

---

<sup>5</sup> Para mais informações, consultar <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/swapcambial>.

investimento, advindo daí a baixa efetividade da política monetária quando não coordenada com a política fiscal. Isso ocorre mais fortemente em momentos de retração econômica, quando as expectativas desfavoráveis levam os agentes a reter moeda no lugar de realizar investimentos.

Diferentemente da política monetária na visão ortodoxa, que visa à manutenção da estabilidade dos preços por meio da gestão da taxa de juros de curto prazo, a política monetária heterodoxa tem objetivos distintos. Isso se dá, principalmente, devido ao caráter endógeno da moeda. Ao considerar que o Banco Central controla apenas parcialmente a oferta de moeda na economia, dado que parte é endogenamente gerada pelo sistema, a política monetária pós-keynesiana parte de mecanismos indiretos. O Banco Central, não podendo agir diretamente sobre a oferta de moeda, age sobre as expectativas dos agentes e, a partir dessas, afeta não apenas a demanda, mas também a oferta de moeda (LIBÂNIO, 2004).

### **3.4.1 Independência do Banco Central**

Um tema ainda muito controverso, ligado à atuação da política monetária, diz respeito à independência do Banco Central. A ortodoxia monetária, partindo do princípio de que a moeda é exógena, considera o controle da inflação uma responsabilidade interinamente do Banco Central. Além disso, ao assumir a neutralidade da moeda, a teoria ortodoxa defende que uma política monetária expansionista e discricionária, que tenha outros objetivos não ligados à estabilidade de preços, terá como resultado final o mesmo nível de produto e emprego anterior à política, mas em um nível mais elevado de inflação. Assim, a ortodoxia acredita no chamado “viés inflacionário” da política monetária.

A teoria monetária heterodoxa, ao negar a neutralidade da moeda, assume que a política monetária pode resultar em efeitos de longo prazo, afetando não apenas o nível de preços, mas também o produto e o emprego. Isso se daria via taxa de juros, em que o custo do investimento seria afetado, impactando no investimento em bens de capital e, conseqüentemente, na capacidade produtiva. Além disso, a taxa básica de juros impacta diretamente nas decisões de portfólio dos agentes, afetando a demanda por ativos financeiros (LIBÂNIO, 2004).

Devido a endogeneidade e não-neutralidade da moeda, a teoria pós-keynesiana nega que a política monetária seja executada por um Banco Central independente. Dessa forma, Libânio (2004) resume os argumentos para a negação da independência do Banco Central de acordo com o viés pós-keynesiano. O primeiro seria a própria impossibilidade do Bacen controlar a oferta de moeda, ou seja, dada a sua endogeneidade, é ilusória a crença de que seria possível o controle da emissão monetária ou da taxa de juros para administração do nível de preços. O segundo argumento seria o de que, mesmo se a moeda fosse exógena, ela ainda afetaria variáveis reais, ou seja, possuiria caráter não neutro, sendo questionável a sua influência direta na inflação. O terceiro seria a não aceitação de que o Banco Central tenha mandato único pois, dada a não-neutralidade, um Banco com duplo mandato seria mais eficaz na condução da política monetária, aliando a manutenção do poder de compra à busca de crescimento econômico. Por fim, o quarto argumento seria a não aceitação do chamado “viés inflacionário” pois, dado o impacto da moeda em variáveis reais, a teoria pós-keynesiana nega que uma política monetária tenha como resultado mais provável um mero aumento no nível de preços.

João Sicsú (1996), teórico renomado nesse tema, argumenta que existem duas vertentes para se criticar a independência do Bacen. A primeira seria por meio da distância entre a economia teórica que aceita a independência do Banco Central e a economia real. Seria essa a vertente dos argumentos anteriores. A segunda vertente seria por meio da demonstração de que a descoordenação gerada por políticas com diferentes objetivos leva a uma política macroeconômica ineficiente.

Coordenação, de acordo com Sicsú (1996), não deve ser confundida com uma política subordinada à outra. No pensamento ortodoxo, esse termo resume-se, basicamente, em políticas que mantenham o orçamento equilibrado e uma política monetária que vise apenas às variáveis monetárias. Contudo, no pensamento pós-keynesiano, a coordenação de políticas é essencial e muito mais abrangente, sendo um pré-requisito para a eficiência macroeconômica. Sendo considerada eficiente uma política que não apenas atinge seu objetivo, mas que atinge sua meta utilizando instrumentos complementares, que não geram efeitos colaterais indesejados e não aumentam a incerteza presente no ambiente econômico, a coordenação entre

instrumentos fiscais e monetários é um elemento básico. Ao admitir que o Banco Central seja independente, ele não apenas possui autonomia para buscar a estabilidade de preços, como também pode agir de modo contraditório em relação às políticas do Governo Central, de modo que nenhuma das políticas poderá atingir a eficiência desejada.

Partindo dessas críticas acerca da independência do Banco Central, pode-se agora discutir a controvérsia a respeito do uso de regras fixas para a gestão da política monetária. Em geral, bancos independentes seguem prescrições mais rígidas de política dado que, em sua maioria, possuem mandato único. Ao assumir o compromisso de também buscar crescimento do produto, além de controle da inflação, um Banco Central necessita de uma maior discricionariedade em sua atuação.

### **3.4.2 Regras fixas *versus* discricionariedade**

Assumindo que a política econômica é frequentemente alvo de disputas políticas, a teoria ortodoxa defende a utilização de regras fixas como forma de conter a tomada de decisões baseada em interesses de grupos específicos, ou seja, seria uma forma de proteger a política econômica de pressões políticas. A teoria pós-keynesiana, no entanto, tece severas críticas a esse regime, que englobam a consistência e credibilidade das políticas e a incerteza inerente ao sistema econômico.

Primeiramente, ao levar em consideração a incerteza, Libânio (2014) afirma que a política monetária, em vez de se utilizar do elemento surpresa como forma de tornar a política eficaz, ação frequentemente utilizada pela ortodoxia, deve se utilizar de instrumentos que proporcionem previsibilidade aos agentes econômicos. Dessa forma, as expectativas dos investidores são mais concretas, não impactando negativamente no nível de investimentos. Contudo, o uso de regras fixas e conhecidas, vistas como uma possível saída para garantir a previsibilidade, pode inibir o *policy maker* de mudar de política quando os rumos macroeconômicos se alteram. Dessa forma, na visão pós-keynesiana, é de extrema importância que o tomador de decisão tenha certa liberdade para trocar de política monetária quando a



conjuntura não é mais compatível com a política adotada anteriormente. Esse é um dos principais motivos para a defesa da discricionariedade nas políticas.

Um argumento contrário à possibilidade de mudança de política, defendido pelas escolas clássicas, é o de que a credibilidade da política possa ser afetada. Como contra-argumento, as escolas heterodoxas defendem que a credibilidade da política deve estar ligada à sua coerência, se alterando de acordo com o ambiente econômico de modo que não apenas os governantes, mas também o Banco Central, devem ter a liberdade de tomar decisões adequadas a cada cenário. Outro argumento importante, ligado à credibilidade, é a defesa de que outros fatores têm maior impacto na consistência das políticas. Libânio (2014) afirma que a existência de um consenso interno dentro do governo para adoção da política, a possibilidade de que a política possa ser de fato posta em prática, além da não existência de restrições técnicas ou políticas são elementos fundamentais na determinação da consistência de uma política.

Por restrição técnica, Libânio (2014) refere-se à incapacidade do governo de colocar determinada política em prática, seja por falta de mecanismos adequados, seja por falta de “fôlego” até que ela comece a obter resultados. Já a restrição política refere-se à incapacidade de implementação da política devido a pressões contrárias e falta de habilidade política, além de uma má reputação por parte do *policy maker*, ao ser visto como propositor de políticas malsucedidas. Assim, essas restrições podem afetar fortemente a credibilidade de uma política e, conseqüentemente, do *policy maker*, o que será abordado com mais detalhes no próximo capítulo.

Como exposto, a discricionariedade é vista como meio de reduzir incertezas, coordenar políticas e possibilitar a adoção da política correta para cada cenário econômico. Devido a isso, a utilização de regras fixas é fortemente criticada pela visão pós-keynesiana, mesmo com a grande adoção de regras como as Metas de Inflação nos governos atuais. Contudo, cabe ressaltar que a discricionariedade não significa a abolição total de regras econômicas. A visão pós-keynesiana aceita que as regras são grandes instrumentos de impedimento de que políticas incoerentes e

inconsistentes sejam postas em prática, mas nega que a fixação de regras deva ser utilizada como se houvesse unanimidade dentre os teóricos econômicos.

### 3.4.3 Regime de Metas de Inflação

Uma das regras mais conhecidas e preteridas em relação à discricionariedade é o Regime de Metas de Inflação. Tendo como base os pressupostos da visão clássica, ou seja, uma moeda exógena e neutra, essa regra opera por meio da taxa de juros, baseando-se no pressuposto de que, para conter uma alta inflacionária, uma subida nos juros levaria à queda da demanda agregada.

No pensamento ortodoxo, a inflação é vista como um fenômeno monetário que parte do lado da demanda. Quando esta ultrapassa o nível compatível com o pleno emprego, ou seja, quando a economia está fortemente aquecida, surge o chamado hiato de produto, em que o produto efetivo supera o produto potencial dessa economia. Quanto maior o crescimento desse hiato, maior tende a ser a aceleração da inflação (MOLLO, 2003). Daí a necessidade, para a ortodoxia, de se controlar o nível de demanda para controlar a inflação. Partindo desse aparato teórico, surgiu a Regra de Taylor, matematicamente representada pela equação abaixo:

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \left( \frac{y_{efetivo} - y_{potencial}}{y_{potencial}} \right) \quad (4)$$

Em que a meta de inflação ( $\pi^*$ ) e o produto potencial ( $y_{potencial}$ ) são as variáveis exógenas do modelo, a inflação nominal ( $\pi_t$ ), a taxa de juros real de equilíbrio ( $r^*$ ) e o produto corrente ( $y_{efetivo}$ ) são as variáveis endógenas, e a taxa de juros básica da economia ( $i_t$ ) é o valor a ser determinado. Já os termos  $\alpha$  e  $\beta$  são os coeficientes do modelo.

Dado o aparato teórico ortodoxo, a neutralidade da moeda garante que o produto potencial, que representa a capacidade produtiva da economia, não será afetado por mudanças na taxa de juros, já que esta é uma variável pertencente ao lado monetário da economia. Se a taxa de crescimento do produto efetivo for superior à taxa de crescimento do produto potencial, resultando em aumento do hiato, a inflação tenderá a aumentar. Assim, a Regra de Taylor sugere aumento da

taxa básica de juros, impactando negativamente no produto efetivo e desaquecendo a economia, de modo que a pressão inflacionária se dissipe (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012).

A teoria pós-keynesiana, ao partir de um aparato teórico distinto, tece severas críticas à utilização dessa regra. Em primeiro lugar, a heterodoxia vê como improvável o alcance do pleno emprego, de modo que é muito mais comum e necessária a utilização de políticas para estimular a demanda do que de regras que a contenham. Em segundo lugar, ao defender que a inflação parte, majoritariamente, do lado da oferta, argumenta que uma política monetária contracionista como o aumento dos juros terá impactos excessivamente negativos no nível de investimento, provocando queda não apenas na demanda agregada, mas também no nível de emprego, não afetando as causas reais da inflação.

Cabe ressaltar também que, como afirmam Lopes, Mollo e Colbano (2012), ao considerar a não-neutralidade da moeda, a corrente pós-keynesiana defende que variações na taxa de juros afetarão não apenas o produto efetivo dessa economia, mas também o produto potencial. A moeda, ao afetar o lado real, terá impacto na capacidade produtiva, de modo que aumentos na taxa básica de juros levarão a reduções no investimento, reduzindo tanto o produto efetivo quanto o potencial, dificultando a diminuição do hiato de produto e, conseqüentemente, da inflação. Examinando por uma ótica semelhante, Hermann (2003) afirma que o aumento da taxa de juros levará a um aumento da preferência pela liquidez. Isso dificultaria o *funding* para a realização de investimentos dado que aumentos na taxa básica acarretarão em aumentos nos juros bancários e, assim, dificultarão a tomada de crédito. Como consequência, o produto sofreria impacto negativo.

Devido a essas críticas, percebe-se que a Regra de Taylor não é compatível com a economia vista pelo viés keynesiano. A utilização da taxa de juros como forma de conter a inflação, apesar de possivelmente eficaz, leva a um resfriamento de toda a economia. Além disso, como afirma Mollo (2004), dada a não-neutralidade da moeda, impulsões monetárias podem alterar os cenários por meio de mudanças estruturais advindas de impulsões monetárias, o que pode tornar a regra de metas de inflação inadequada após a mudança da conjuntura. Por fim, cabe dizer que,

devido ao custo social elevado, com redução da demanda agregada e aumento do desemprego, a teoria pós-keynesiana propõe outras formas de controle inflacionário, que levam em consideração a não-neutralidade da moeda.

### **3.5 Controle não-monetário da inflação**

Contrapondo a teoria ortodoxa, que tem como principal instrumento de controle inflacionário a gestão da taxa básica de juros, a teoria pós-keynesiana propõe que, para cada diagnóstico de inflação, deve-se encontrar a causa principal e, a partir dela, buscar formas de controle. Esse método leva em consideração, como afirma Sicsú (2003), que a inflação em países em desenvolvimento é frequentemente uma inflação de custos, ou seja, ocorre quando a economia está abaixo do pleno emprego. Por esse motivo, o método ortodoxo, que parte de uma economia que tenderia ao pleno emprego dos fatores, vê como eficaz o uso da taxa de juros, enquanto na visão pós-keynesiana, assim como na visão de Lerner, esse método tenderia a resfriar uma economia que já não está suficientemente aquecida. Além disso, o uso da taxa de juros atacaria apenas os sintomas, e não as efetivas causas da inflação.

Seguindo o raciocínio e os argumentos de Sicsú (2003), serão apresentados a seguir os principais tipos de inflação e suas respectivas políticas de controle, prescritas de acordo com o viés pós-keynesiano. Cabe ressaltar que uma mesma política pode ser prescrita para diferentes tipos de inflação, obtendo efeitos distintos. Além disso, os métodos descritos a seguir tem como foco inflações dos tipos mais comuns, não objetivando controlar processos profundos e inerciais como a inflação brasileira dos anos 1980, por exemplo.

A primeira forma, chamada de inflação de salários, é causada por aumentos salariais, obtidos em negociações, que são superiores aos aumentos de produtividade obtidos pelas empresas. Seria essa uma das causas da inflação ocorrida no governo Dilma, de acordo com a ortodoxia. Dessa forma, ela ocorre mais facilmente quanto menor o hiato de emprego da economia e quanto maior o grau de monopólio do setor envolvido. Essa forma de inflação, assim como a chamada inflação de lucros, que é causada por aumentos na margem de lucro das empresas acima dos aumentos de produtividade, e mais frequente quanto maior o grau de

monopólio do setor, possui como forma de controle a política TIP (*tax-based on incomes policy*), ou seja, uma política de renda baseada em impostos (SICSÚ, 2003, p. 134). Essa política corresponderia a uma regra de tributação sobre as firmas de modo a inibir que estas concedam aumentos salariais ou aumentem suas margens de lucro acima dos ganhos de produtividade, de modo que o nível de preços não seja pressionado para cima.

O terceiro tipo de inflação seria causado por aumentos irresponsáveis no nível de tributação, sendo, por isso, chamada de inflação de impostos. É um dos tipos mais simples de se evitar, podendo ser combatida por meio de políticas complementares à TIP. Tendo em vista que, em uma economia pós-keynesiana, o governo teria a responsabilidade de garantir a estabilidade de preços juntamente com o Banco Central, que não seria independente, a gestão correta da tributação não permitiria, por si só, uma inflação de impostos.

O quarto tipo de inflação seria a inflação importada. Ela seria mais grave quanto maior o grau de abertura da economia, e piorada quanto menor fosse o hiato de emprego ou quanto maior o grau de monopólio. Sua incidência se daria no caso de uma economia que necessitasse de muitos insumos internacionais, por exemplo, que tivessem seus preços externamente elevados ou no caso da moeda nacional se desvalorizar, aumentando os preços internamente. Devido a isso, seu modo de combate seria, no curto prazo, a coordenação entre políticas cambiais, tributárias e monetárias visando a estabilidade externa mas, no longo prazo, políticas industriais de incentivo à exportação e substituição de importações seriam essenciais.

A quinta forma de inflação é a chamada inflação de retornos decrescentes. Ela ocorreria quando as firmas, em grande número, deixassem de produzir no intervalo de rendimentos constantes, atingindo o patamar em que o capital se torna mais eficiente que o trabalho, ou seja, haveria uma mão de obra desqualificada operando tecnologias de alto nível. Não seria possível controlar essa inflação no curto prazo, havendo agravamentos quando o hiato de emprego se reduz, mas no longo prazo essa inflação poderia ser combatida com políticas de treinamento e qualificação profissional, além de políticas de desenvolvimento tecnológico pois, com

isso, as inflações de salários e de lucros também seriam evitadas devido à possibilidade de aumentos de produtividade.

A última, dentre as inflações de custos, seria a de choque de oferta, cujas possíveis causas são exatamente choques causadores de escassez, como quebras de safra, crises hídricas ou de energia, por exemplo. Assim como alguns dos tipos anteriores, seria agravada por baixo hiato de emprego e alto grau de monopólio, e seu modo de combate, como visto frequentemente no Brasil, seria principalmente via contratos de prestação de serviço, administração de preços e agências fortes de regulação.

Por fim, tem-se a inflação de demanda, a única cuja ocorrência se dá quando o hiato de emprego é negativo, ou seja, a economia passou do patamar de pleno emprego e está superaquecida. Devido a isso, é a única em que a teoria pós-keynesiana recomendaria o uso da taxa de juros de modo a resfriar a economia, além de políticas fiscais também contracionistas, como a contenção de gastos do governo.

### **3.6 Considerações finais do capítulo**

Partindo dessa exposição teórica, pode-se concluir que as políticas econômicas prescritas pela corrente pós-keynesiana diferem enormemente das políticas clássicas, dado o aparato teórico adotado por cada viés. Nesse sentido, a política fiscal, grande instrumento de incentivo à demanda agregada, teria sua atuação principalmente por meio de gastos governamentais, no intuito de aumentar o investimento público e, ao mesmo tempo, estimular o investimento privado, aumentando a renda via efeito multiplicador. A política cambial, realizada em grande medida por meio de *swaps* cambiais, visaria a estabilidade da moeda e dos fluxos de capitais, evitando efeitos *pass-through* e onerações na rolagem da dívida do Estado. Por fim, a política monetária atuaria, principalmente, via operações de *open market*, visando não o controle inflacionário por meio dos juros, mas a estabilidade destes para a formação de expectativas estáveis de modo a viabilizar investimentos.

Para concluir, é necessário enfatizar que, por mais importante que seja a atuação individual de cada política econômica, sua eficácia depende fortemente de sua coordenação com as outras. Assim, para que um governo possa agir de modo eficiente, deve utilizar seus instrumentos visando a um fim comum, evitando possíveis efeitos colaterais e proporcionando consistência às políticas. Além disso, estas devem ser executadas conforme a conjuntura vigente, levando em consideração a causa de cada efeito e podendo ser alteradas conforme ocorrem mudanças no cenário econômico.

## 4 A macroeconomia dos Governos Dilma Rousseff

### 4.1 Introdução ao capítulo

O período em que o Brasil foi governado pela presidente Dilma (2011-2016) foi marcado por uma grande necessidade de reação frente ao crítico ambiente internacional. De modo oposto, os governos anteriores, do presidente Lula (2003-2010), passaram por fases de bonança marcadas, primeiramente, pelo forte crescimento da economia chinesa, que possibilitou o *boom* das *commodities* e impulsionou o crescimento brasileiro via exportações e, posteriormente, pela consolidação da demanda interna. Além disso, a estabilidade monetária alcançada durante os governos FHC tornou possível o retorno à busca pelo crescimento econômico, deixado de lado até que o Plano Real tivesse seus efeitos consolidados. Dessa forma, os governos Lula foram marcados por um ambiente estável, em que as políticas implantadas nos governos FHC, como o tripé macroeconômico, puderam ser unidas a políticas de cunho desenvolvimentista, alcançando crescimento e estabilidade enquanto eram implantadas diversas políticas sociais.

Com a crise de 2008, fortes medidas anticíclicas foram tomadas pelo governo para que o crescimento brasileiro não fosse abalado, o que resultou em um crescimento do PIB de 7,5% em 2010. Mas essa crise não estimulou o uso de políticas fiscais expansionistas apenas no Brasil. Como explicam Dweck, Teixeira e Chernavsky (2018a), diversos países abandonaram suas políticas de austeridade, que pregavam rígidas regras para contenção de déficits e dívida pública, e passaram a adotar políticas fiscais de estímulo à demanda agregada como forma de contornar a crise, evitando seu aprofundamento.

Esses autores afirmam, ainda, que até mesmo o Fundo Monetário Internacional (FMI), grande propagador do contracionismo fiscal, passou a publicar estudos que reconheciam a necessidade de políticas ativas dado o nível de gravidade da crise. Esses estudos evidenciaram também que, tendo em vista que grande parte dos países possuíam regras econômicas rígidas, cujas mudanças em prol de uma flexibilização para uso de políticas anticíclicas em momentos de recessão precisam ser aprovadas no âmbito político, demandando um tempo



excessivo enquanto a crise se agrava, tornou-se comum o uso de artifícios como a chamada “contabilidade criativa” e as famosas “pedaladas fiscais”, que correspondem a instrumentos contábeis usados para alterar dados negativos, amenizando-os, o que os leva a receber a denominação de “instrumentos de ilusionismo fiscal”.

Dessa forma, se torna evidente que esses instrumentos discricionários, tão criticados no Brasil e usados até mesmo como meio de embasamento para o impeachment da presidente Dilma em 2016, não foram exclusividade brasileira. Assim, pode-se perceber que o contracionismo fiscal, antes tomado como consenso, passa a ser discutido internacionalmente, questionando o uso irrestrito de regras rígidas e trazendo à tona meios de contorno a elas, como cláusulas de escape para contornar problemas no curto prazo (DWECK, TEIXEIRA e CHERNAVSKY, 2018a).

#### **4.2 A crítica ortodoxa**

As críticas ortodoxas às políticas econômicas adotadas no governo Dilma se resumem a dois fatores principais: a insistência na manutenção de políticas desenvolvimentistas em um momento em que o modelo desenvolvimentista já era visto como esgotado, e a chamada “tese da gastança”, também chamada de “tese do descontrole”. Esses fatores são estreitamente relacionados dado que, para a corrente ortodoxa, essa “gastança” desenfreada partiu de uma tentativa de estimular o crescimento por meio do estímulo à demanda agregada, de modo que o forte intervencionismo estatal resultou em níveis baixíssimos de desemprego, mas não atuou na expansão da capacidade produtiva nem no aumento da produtividade. Assim, o componente emprego atingiu seu ápice, esgotando a necessidade de estímulo e, assim, esgotando também o modelo desenvolvimentista.

Quando Dilma Rousseff assumiu a presidência em 2011, os efeitos da crise de 2008 ainda eram sentidos internacionalmente, principalmente após a crise fiscal estadunidense de 2011 e a crise da zona do Euro em 2012, de modo que o crescimento mundial, que atingiu o nível de 5,2% em 2010, caiu para 2,9% em 2013, segundo dados do FMI (HERMANN e GENTIL, 2018). No Brasil, como afirmam Dweck, Teixeira e Chernavsky (2018a), o cumprimento da meta fiscal pelo governo foi se tornando cada vez mais improvável devido à queda nas receitas do Estado.

Tendo em vista que a meta de superávit primário, oficializada em 2001 pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), é a principal regra de política fiscal brasileira, esses autores afirmam que, para conseguir respeitá-la, o governo passou a utilizar os instrumentos contábeis já mencionados anteriormente, que já haviam sido usados largamente em outros países como forma de contornar a rigidez das regras.

Esse fenômeno pode ser facilmente explicado ao se observar o funcionamento do Congresso Nacional, onde é necessário um período consideravelmente longo para a alteração de leis, o que explica o uso de contornos alternativos à meta em vez de mudá-la juridicamente. Além disso, o pensamento de viés mais ortodoxo é o dominante dentre os economistas brasileiros, dificultando o apoio a uma possível mudança na gestão da política fiscal. Esses são alguns dos motivos para a manutenção da rígida meta de superávit primário até hoje.

Quanto à chamada “tese da gastança”, que se tornou o senso comum para a formulação de críticas ao governo Dilma com argumentos econômicos, pode ser definida como a ideia de descontrole fiscal por parte do governo, que se traduziria em uma irresponsabilidade cujo resultado seria a recessão econômica em 2015, originada pelo excesso de gastos que impediu o cumprimento da meta de superávit fiscal. Esse argumento é recorrente em textos ortodoxos, como em Biasoto e Afonso (2014), que afirmam ser o aumento de gastos correntes, que visava a aumentar a atividade econômica, juntamente com a redução na tributação, a norma do governo Dilma. Dessa forma, dado o viés liberal desses autores, pode-se inferir de seus argumentos o suposto implícito de moeda neutra, que torna nocivo o uso de gastos públicos como política ativa.

A “tese da gastança” também está presente em Barbosa Filho (2015), no qual o autor responsabiliza a Nova Matriz Macroeconômica pela desaceleração do crescimento brasileiro, ao corresponder a um conjunto de políticas de cunho desenvolvimentista que teria levado a uma maior tolerância à inflação e a um excesso de gastos públicos. Cabe esclarecer que a Nova Matriz Econômica (NME), como definida por Márcio Holland em 2012, quando era Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, foi um conjunto de medidas que se baseavam em redução das taxas de juros, câmbio competitivo e consolidação fiscal para

estimular o investimento privado. Assim, independente do seu sucesso ou fracasso, a NME contraria as prescrições ortodoxas, aproximando-se mais das prescrições keynesianas, o que pode ser percebido pela tentativa de geração do efeito *crowding-in* ao estimular o investimento público visando a aumentar o investimento privado, e ao reduzir a taxa básica de juros da economia como forma de torná-la menor que a efetividade marginal do capital, estimulando investimentos produtivos.

Além da “tese da gastança”, outra importante crítica ortodoxa é a que se baseia no esgotamento do modelo desenvolvimentista, adotado desde o governo Lula. Como afirma Oreiro (2015), esse modelo, cujo estímulo à demanda via estímulo ao consumo resultou em crescentes aumentos reais dos salários, levou a um esgotamento dos instrumentos fiscais e a pressões inflacionárias cada vez maiores. Devido a isso, esse autor afirma que o regime de política macroeconômica pode ser denominado “desenvolvimentismo inconsistente”, dado que prioriza aumentos salariais e de gastos do governo em detrimento do controle da inflação, o que levaria a um crescimento insustentável no longo prazo dada a ausência de coordenação entre as políticas adotadas.

#### **4.3 As políticas econômicas adotadas**

No primeiro governo Dilma, seguindo o padrão desenvolvimentista do governo anterior, introduziu-se a Nova Matriz Econômica (NME). Como afirma Singer (2015), essa matriz se traduziu em medidas como redução dos juros, grande uso de capitais do BNDES, busca por reindustrialização, proteção à indústria brasileira, desvalorização do câmbio, controle de capitais, desonerações fiscais, investimentos em infraestrutura e reformas no setor elétrico. Assim, a NME foi um regime que buscou utilizar as políticas fiscal, monetária, cambial e industrial com o intuito de estimular crescimento e, assim, reduzir a pobreza.

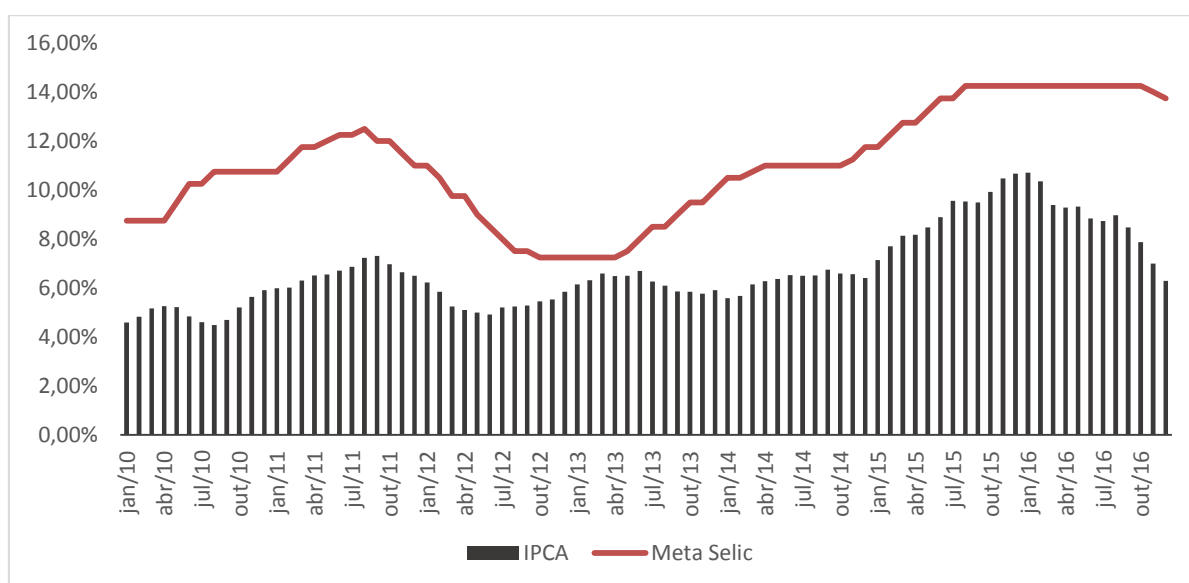
##### **4.3.1 A política monetária**

A taxa básica de juros, principal instrumento de política monetária, possui grande relevância na análise do governo Dilma. Ao mesmo tempo em que o governo procurou respeitar o Regime de Metas de Inflação, buscou também reduzir a taxa Selic como forma de estimular o investimento privado. A nomeação de Tombini para a presidência do Banco Central, como afirma Singer (2015), permitiu uma maior

coordenação entre as políticas econômicas, de modo que o objetivo de crescimento fosse buscado de modo conjunto, partindo de uma meta de 5% de crescimento ao ano para que o governo tivesse margem para continuar combatendo a pobreza. Contudo, essa gestão da taxa de juros, como será visto na próxima seção, foi um dos fatores que contribuiu para a perda de apoio político da presidente, gerando atritos com classes da elite e perda de governabilidade.

Conforme o gráfico 3 abaixo, pode-se inferir que a taxa Selic começa a ser reduzida pelo Banco Central a partir de setembro de 2011, atingindo o patamar mínimo de 7,25% em outubro de 2012, como uma tentativa de conter desacelerações no crescimento nacional dado o agravamento dos efeitos da crise de 2008 no âmbito internacional, de modo que o incentivo ao investimento privado pudesse estimular a demanda agregada. Contudo, a Selic volta a subir a partir de maio de 2013, como uma tentativa de conter a subida inflacionária, o que mostra uma ortodoxização na condução da política monetária. Ao mesmo tempo, como afirmam Castro e Camara (2017), nesse período pode-se verificar a ascensão de ideias que questionavam a rigidez do regime de metas de inflação e a possibilidade de flexibilizá-lo, dada a necessidade de discricionariedade para atuar na conjuntura negativa do período.

**GRÁFICO 3 – META SELIC E IPCA**



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Como forma paralela de estimular o investimento privado, o governo buscou aumentar a concorrência bancária ao estimular a atuação contracíclica dos bancos públicos, forçando a redução das taxas de juros dos bancos privados e, conseqüentemente, de seu *spread*<sup>6</sup>. Enquanto isso, o BNDES mantinha-se no seu papel de grande banco de desenvolvimento, expandindo a concessão de crédito subsidiado como forma de estimular os investimentos dos empresários e, assim, contribuindo para a consolidação da indústria nacional (SINGER, 2015).

Dessa forma, é possível perceber que houve uma tentativa de condução keynesiana da política monetária, em que as taxas de juros se reduziram como forma de estimular investimentos produtivos tendo em vista que mais moeda em circulação, com maior concessão de empréstimos, estimularia aumentos na produção. Contudo, devido à conjuntura negativa do período, esses investimentos não aumentam como esperado, enquanto a inflação começa a se acelerar, levando à posterior guinada ortodoxa da política monetária com a subida dos juros.

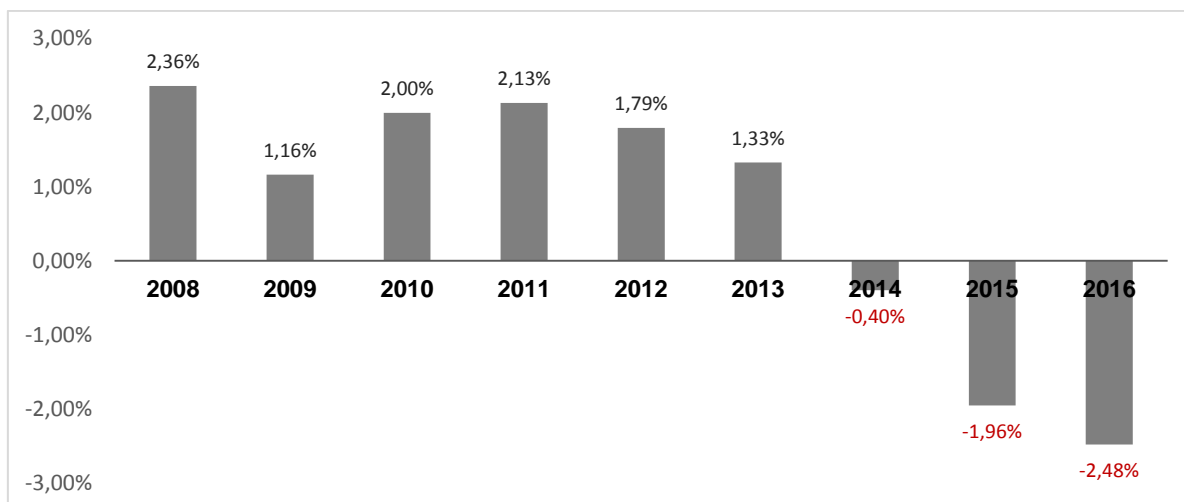
#### **4.3.2 A política fiscal**

Dentre todas as críticas recebidas pelo governo Dilma, as mais numerosas e polêmicas estão ligadas à gestão da política fiscal. Tornou-se senso comum o argumento de que houve um gasto excessivo por parte do governo, o qual gerou a deterioração das finanças públicas e causou, por fim, a recessão econômica de 2015. Contudo, neste trabalho, não se acatam essas críticas, sendo necessária uma análise mais profunda dos dados do período.

É inegável a redução do superávit primário durante os anos do governo Dilma, excetuando-se o ano de 2011. Isso pode ser melhor analisado por meio do gráfico 4 abaixo:

---

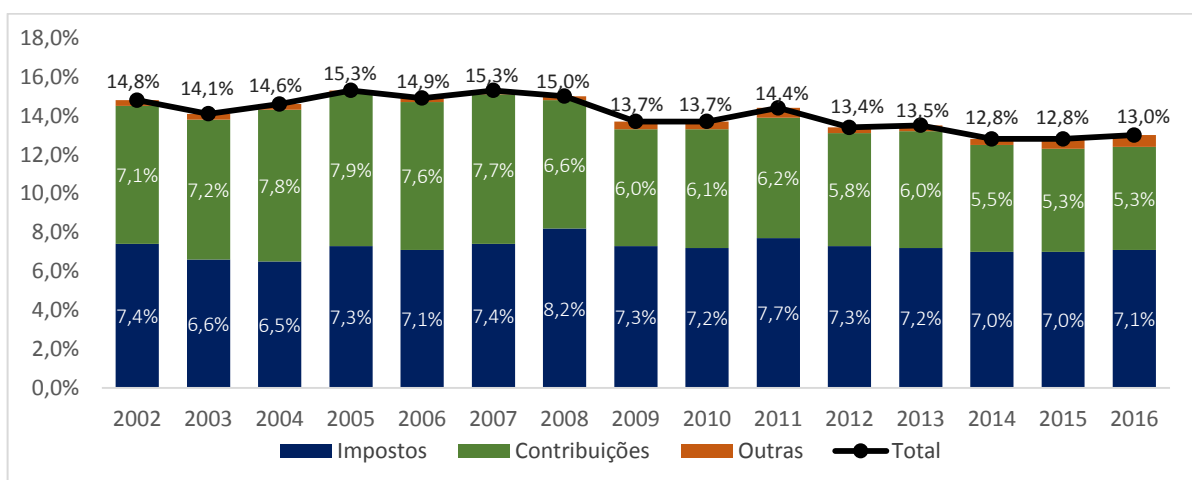
<sup>6</sup>Como define Andréa Wolffenbüttel, “spread bancário é simplesmente a diferença entre os juros que o banco cobra ao emprestar e a taxa que ele mesmo paga ao captar dinheiro.” Seu valor depende da operação, dos riscos envolvidos e, normalmente, é menor para empresas do que para pessoas físicas. Revista Desafios do Desenvolvimento, IPEA, 2004.

**GRÁFICO 4 – RESULTADO PRIMÁRIO COMO PORCENTAGEM DO PIB**

Fonte: IPEA e STN, com base em Dweck e Teixeira (2017). Elaboração própria.

Contudo, para que se entenda a redução do superávit primário e, posteriormente, seu déficit, é necessário analisar seus dois componentes: a arrecadação e o déficit primários (DWECK e TEIXEIRA, 2017).

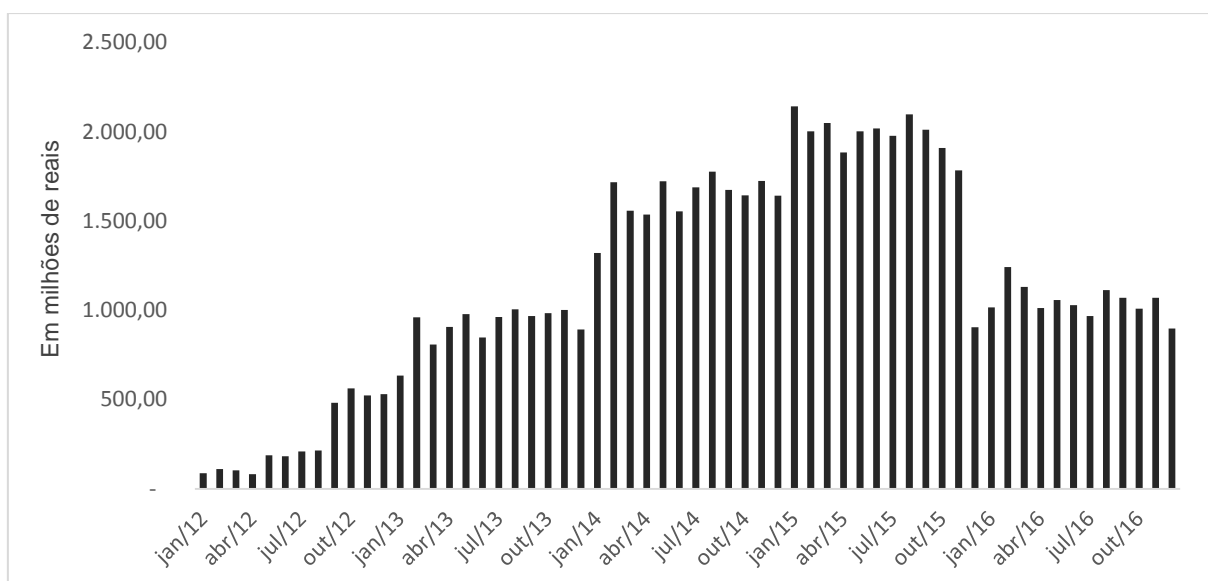
Quanto às receitas, ocorreu uma desaceleração nas arrecadações a partir de 2009, decorrente da crise econômica do ano anterior. Dweck e Teixeira (2017) chegam a afirmar que a arrecadação em termos de participação no PIB mostrou queda até mesmo em períodos cujo próprio PIB teve desaceleração, o que mostra quão considerável foi a queda nas arrecadações.

**GRÁFICO 5 – PARTICIPAÇÃO DAS RECEITAS DE IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES NO PIB**

Fonte: STN, com base em Dweck e Teixeira, 2017

Dentre os fatores que contribuíram para essa desaceleração na arrecadação do governo, as desonerações fiscais possuem papel de destaque. Difundidas em diversos setores, as desonerações tinham o intuito de estimular o crescimento econômico via incentivo à indústria nacional, atuando paralelamente à redução do IPI, que foi uma das medidas do Plano Brasil Maior<sup>7</sup>. Dessa forma, as renúncias fiscais cresceram em todos os anos do governo Dilma, atingindo seu máximo em 2015, quando somaram 103,3 bilhões de reais<sup>8</sup>. Seu componente mais considerável, a desoneração nas folhas de pagamento, atingiu seu pico em janeiro de 2015, quando somou 2,1 bilhões de reais, de modo que, ao fim do ano de 2015, a desoneração da folha somou 25,2 bilhões de reais, conforme dados da Receita Federal.

**GRÁFICO 6 – DESONERAÇÕES NA FOLHA DE PAGAMENTOS**



Fonte: Receita Federal, com base em Castro e Camara (2017). Elaboração própria.

Apesar de essas desonerações crescerem a cada ano, o investimento privado não teve o crescimento esperado, o que pode ser explicado pela conjuntura negativa do período, que aumentou a incerteza no ambiente econômico. Como afirmam Hermann e Gentil (2018), fatores como a negatividade das expectativas, a perda de competitividade da indústria nacional, os limitados investimentos públicos, além da

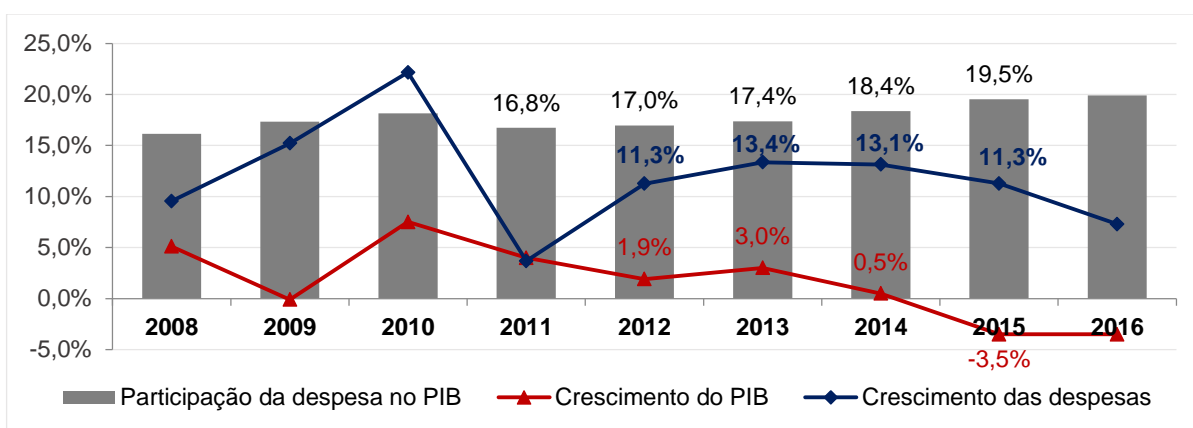
<sup>7</sup> Para mais informações, acessar relatório da ABIMEQ, disponível em: <http://www.abimaq.org.br/Arquivos/Html/DEEE/Coment%C3%A1rios%20Brasil%20Maior.pdf>.

<sup>8</sup> Conforme notícia da EBC. Disponível em: <http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2016-01/arrecadacao-do-governo-registra-queda-de-562-em-2015>.

instabilidade que permeava o câmbio e os juros, explicam porque essas desonerações tributárias tiveram efeitos limitados e não ajudaram na aceleração do crescimento, mas deram força às críticas relativas à redução do superávit primário. Contudo, cabe esclarecer que a arrecadação do governo já apresentava queda desde 2009, devido à crise originada no ano anterior e sendo, por isso, anterior às políticas de desoneração da presidente Dilma, não podendo ser considerada, portanto, a grande causa da diminuição das arrecadações.

Quanto às despesas, o argumento difundido tanto pela mídia quanto pelos economistas de viés mais ortodoxo é o de que os gastos aumentaram fortemente devido ao caráter mais intervencionista do governo, gerando uma insustentabilidade fiscal. Contudo, ao analisar os dados mais criteriosamente, é possível perceber que esse aumento desenfreado não ocorreu. Conforme afirmam Dweck e Teixeira (2017), o aumento da despesa como proporção do PIB foi maior exatamente nos anos de maior queda do PIB. Isso pode ser percebido ao se observar os dados da Receita Federal, que mostram que em 2015, ano em que o PIB decresceu 3,5%, as despesas como proporção do PIB aumentaram em 1,1 ponto percentual, atingindo 19,5%, enquanto o crescimento das despesas desacelerou em 1,8 ponto percentual.

**GRÁFICO 7 – EVOLUÇÃO DO PIB E DAS DESPESAS COMO PROPORÇÃO DO PIB**



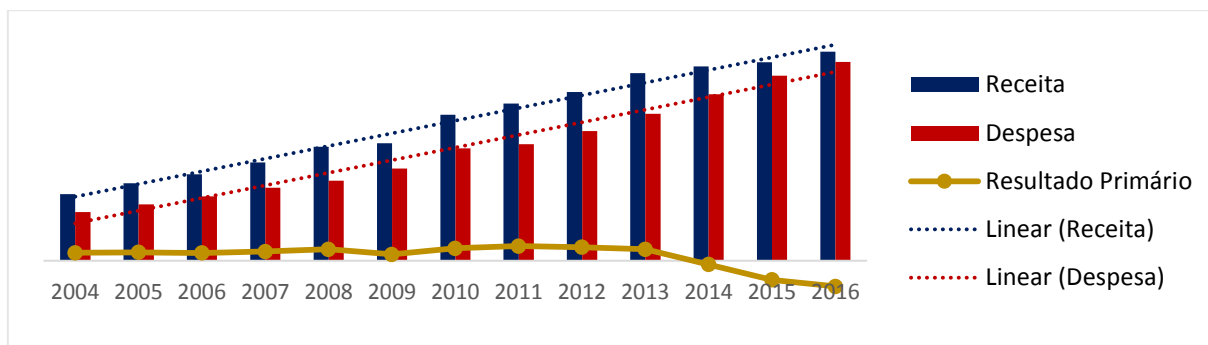
Fonte: Receita Federal, elaboração própria.

Assim, pode-se concluir que as receitas do governo sofreram desaceleração, reduzindo sua participação no PIB até mesmo nos anos em que o PIB sofreu recessão. Ao mesmo tempo, as despesas, que tiveram crescimento constante durante os anos do governo Dilma, aumentaram sua participação no PIB devido à



desaceleração do produto. Dessa forma, a “tese da gastança” não é corroborada pelos dados, de modo que a redução do superávit primário se dá muito mais pela redução das receitas do que pelo aumento dos gastos, o que mostra que a política fiscal foi menos expansionista do que afirmam os críticos ortodoxos e, ao mesmo tempo, insuficientemente expansionista para os heterodoxos.

**GRÁFICO 8 – RECEITAS E DESPESAS DO GOVERNO CENTRAL**

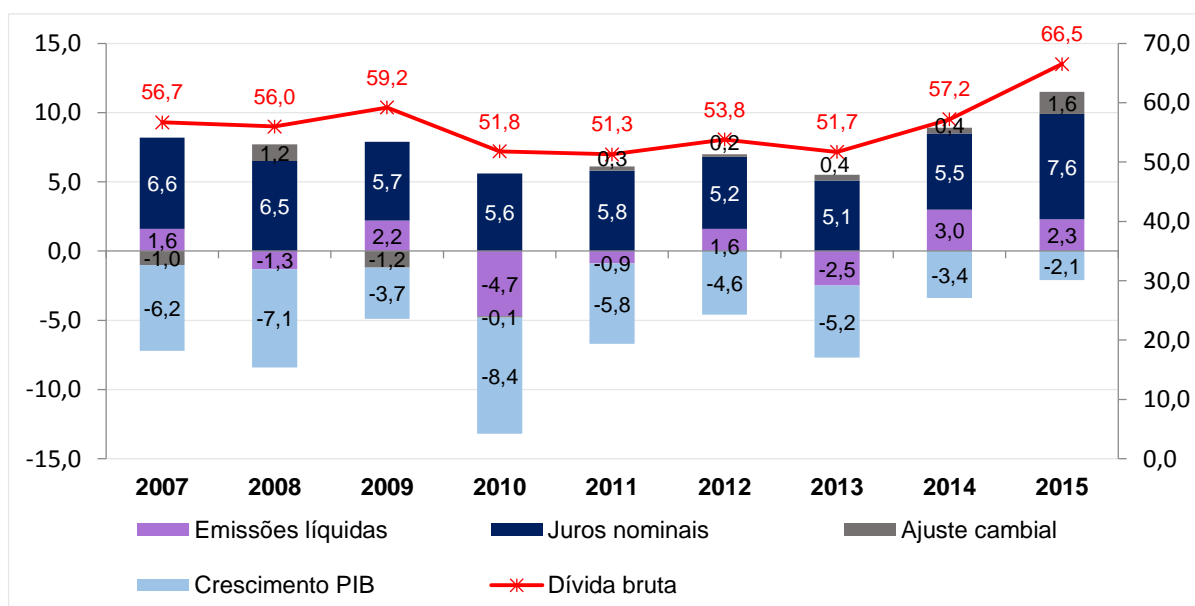


Fonte: Receita Federal. Elaboração própria.

Fortemente ligada a essa crítica do aumento das despesas públicas, que teria levado a déficits primários a partir de 2014, está a crítica relativa ao aumento da dívida pública. Como argumentam Dweck, Teixeira e Chernavsky (2018b), as emissões líquidas, componente da dívida responsável por cobrir os déficits, são frequentemente vistas como causa do aumento da dívida bruta. Contudo, como é possível perceber pelo gráfico 9, o componente mais relevante da dívida não corresponde às emissões líquidas, e sim ao pagamento dos juros, que atingiram 7,6% do PIB em 2015. Esses autores afirmam, ainda, que esse aumento no pagamento de juros, principalmente a partir de 2015, ocorreu devido à desvalorização da moeda nacional, encarecendo o valor dos pagamentos de swaps cambiais devido ao aumento do valor do dólar em relação ao real.

Cabe ressaltar, contudo, que a redução do superávit primário e, posteriormente, seu déficit, ainda que não tenham sido a grande causa para o aumento da dívida bruta, pioram as expectativas dos agentes, de modo que o crescimento econômico se tornou ainda mais dificultado (DWECK, TEIXEIRA e CHERNAVSKY, 2018b).

GRÁFICO 9 – DÍVIDA PÚBLICA COMO PORCENTAGEM DO PIB



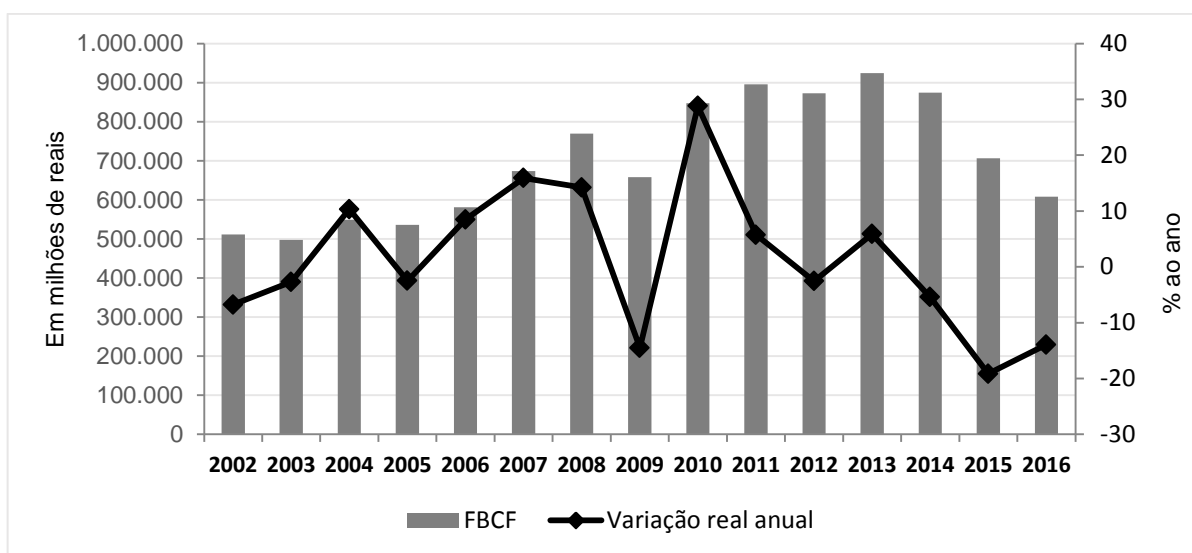
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaborado por Dweck, Teixeira e Chernavsky (2018b).

Por fim, é importante analisar o comportamento do investimento, visto como o componente mais importante da demanda agregada para o pensamento pós-keynesiano. Tendo em vista que o investimento público, como afirmam Dweck, Teixeira e Chernavsky (2018b), ainda hoje possui papel crucial na formação de capital fixo, a análise desse componente é importante para que se compreenda o comportamento do produto. Assim, como pode ser constatado pelo gráfico abaixo, a formação bruta de capital fixo (FBCF), diferentemente do que afirmaram diversos teóricos, tanto ortodoxos quanto heterodoxos, não apresentou grande queda durante os anos do governo Dilma. Com crescimento oscilando em torno de zero, a FBCF teve comportamento estável de 2011 a 2014, apresentando forte queda apenas em 2015, ano em que ocorreu uma ortodoxização nas políticas econômicas e resultou em uma grande contenção nos gastos públicos.

Esses autores afirmam também que essa estabilidade no nível da FBCF se daria pela retração na arrecadação pública, dado o baixo crescimento do produto durante esses anos. Somado a isso, a rígida regra fiscal não permitiu que o investimento público crescesse, já que isso poderia resultar em uma queda ainda maior no superávit primário. Dessa forma, tendo comportamento parecido com o das despesas públicas, a queda no nível de investimento não pode ser considerada a grande causa da recessão econômica de 2015, dada a sua estabilidade até 2014.

Contudo, é cabível a crítica keynesiana de que o investimento público foi insuficiente, exatamente pela rigidez das regras, de modo que o investimento privado permaneceu retraído devido à incerteza que permeava a economia do período, enquanto o investimento público não conseguiu gerar efeito *crowding-in* para estimular a produção. Assim, para que a crise seja entendida com completude, é importante analisar o conjunto de fatores e o comportamento das diversas variáveis econômicas, além de compreender os fatores políticos que agravaram as questões econômicas e inviabilizaram algumas medidas tomadas pelo governo.

**GRÁFICO 10 – FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO**



Fonte: IBGE, a preços de 2010. Elaboração própria.

#### 4.4 As questões políticas

Os motivos que levaram ao fracasso das políticas econômicas adotadas durante o governo Dilma não podem ser estudados apenas no âmbito econômico. A grande instabilidade política do período piorou a credibilidade não apenas das políticas econômicas, mas da própria governante e dos membros do governo, levando à deterioração das expectativas e piorando a conjuntura de modo geral, dificultando o sucesso de qualquer medida tomada pela presidente, independente do caráter intervencionista ou liberal. Assim, seriam restrições políticas deteriorando políticas econômicas. É devido a isso que na presente seção abordam-se os aspectos políticos da crise.

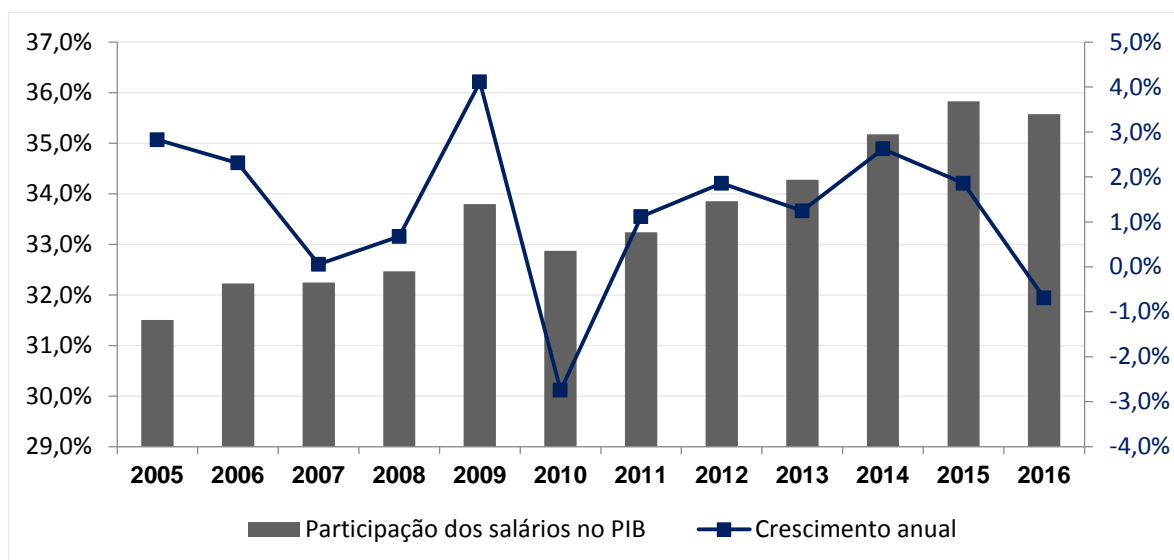
Para que se compreenda as razões da perda de apoio político da presidente, é necessário que se entenda as rupturas feitas por ela. Comparativamente, o governo Lula, visando a não abalar a recém-conquistada estabilidade do período, promoveu crescimento econômico sem romper com as classes de elite. Isso ocorreu, como argumentam Teixeira e Pinto (2012), pela manutenção do tripé macroeconômico (superávit primário, regime de metas de inflação e câmbio flutuante) nos governos Lula, dado que o presidente não poderia alterar de forma profunda as políticas macroeconômicas, pois isso poderia gerar uma fuga de capitais estrangeiros e, assim, causar uma crise cambial, o que se daria pela dependência que o Brasil possuía em relação ao capital externo. Assim, mesmo com a tendência ao aumento do rentismo e à dificuldade de promoção de crescimento, Lula pôde unir políticas ortodoxas a políticas desenvolvimentistas, ainda que tímidas, e promover crescimento com estabilidade.

Em 2011, quando Dilma Rousseff assumiu a presidência, o Brasil já possuía uma economia muito mais consolidada e menos dependente do capital estrangeiro, o que a permitiu promover a NME e, aos poucos, romper com o tripé macroeconômico. Dessa forma, assumindo um caráter mais desenvolvimentista, o Banco Central passou a reduzir rapidamente a taxa Selic, como mostrado na seção anterior, ao mesmo tempo em que os bancos públicos se tornaram muito mais competitivos, o que forçou a redução dos *spreads* bancários e feriu os interesses da classe financeira. Assim, como afirma Singer (2015), essa ruptura com a política ortodoxa de juros altos e câmbio apreciado significaria uma “coalizão produtivista”, em que a política econômica se tornou mais influenciada pelas frações ligadas aos empresários industriais e menos ligadas à fração financeira. Seria essa a primeira ruptura provocada pela presidente em relação às elites.

Contudo, como foi verificado em 2015, quando o processo de impeachment já estava em andamento, Dilma perdeu também o apoio da classe industrial. Para que se entendam os motivos dessa perda de apoio, é necessário que se entenda, primeiramente, o comportamento dos salários. Durante todos os anos do primeiro governo Dilma, os salários obtiveram aumentos reais, enquanto a taxa de desemprego se reduzia, aumentando o poder das reivindicações dos trabalhadores. Esses ganhos reais, que visavam a estimular a demanda agregada via consumo, só

se alteram a partir de 2015, dado o forte caráter contracionista das políticas adotadas. Assim, como afirmam Dweck e Teixeira (2018a), crescem as críticas de que a intervenção do governo no nível de emprego seria nocivo, crítica que se baseia na doutrina das “finanças saudáveis”, já mencionada no capítulo anterior, a qual prega que o nível de emprego deve depender exclusivamente do “estado de confiança” dos empresários. Aumentam também as críticas de que os salários crescem acima da produtividade, aumentando cada vez mais sua participação no PIB, gerando insatisfação por parte dos industriais. Eles argumentavam que esses aumentos salariais reduzem suas margens de lucro, prejudicando a concorrência da indústria nacional.

**GRÁFICO 11 – PARTICIPAÇÃO DOS SALÁRIOS NO PIB**



Fonte: STN e IPEA. Elaboração própria.

Somado a isso, Dweck e Teixeira (2018a) ressaltam que vinha ocorrendo uma mudança no balanço das empresas, de modo que a receita financeira ganhava espaço. Com a redução nas taxas de juros, promovida pelo governo Dilma, essas receitas financeiras caem, obrigando as empresas a melhorar seus resultados produtivos, o que expõe o problema de competitividade da indústria nacional. Devido a isso, as desonerações nas folhas de pagamentos não produziram mais investimentos em aumento de capacidade, e sim serviram como meio de repor as margens de lucro, que vinham se reduzindo. Dessa forma, como afirma Singer (2015), a classe industrial vai deixando de apoiar o desenvolvimentismo do governo, principalmente quando a piora fiscal começa a inibir incentivos fiscais, mesmo ciente

de que isso poderia significar a volta das políticas ortodoxas de altos juros. Assim, se forma um bloco de apoio à classe financeira, minando o apoio político da presidente e pressionando pelo fim das políticas intervencionistas que, para a corrente mais heterodoxa, já se encontravam insuficientemente expansionistas.

Já as classes populares, como afirma Singer (2015), passam a ir às ruas em junho de 2013, em manifestações motivadas por diversos fatores. As críticas se baseavam desde a ineficiência do Estado em prover saúde e educação, até a corrupção generalizada no governo. Assim, os movimentos passaram a ter uma composição ideológica mista, que acabaram pressionando a presidente e minando seu apoio. Cabe ressaltar também que as críticas em torno da corrupção se fortalecem a partir de 2014, quando se inicia a operação Lava Jato, que acabou servindo de base para o apoio ao impeachment da presidente Dilma em 2016.

Assim, com a perda de apoio político das classes rentistas, a guinada das classes industriais em prol de políticas mais ortodoxas e, ao mesmo tempo, com as críticas populares à condução do governo e às denúncias de corrupção, Dilma Rousseff acaba perdendo governabilidade, pondo fim ao sonho desenvolvimentista.

#### **4.5 Considerações finais do capítulo**

Tendo em vista os argumentos anteriores, pode-se concluir que o governo Dilma teve um viés mais keynesiano apenas durante uma parte do mandato de Dilma Rousseff. A crise de 2008, cujos efeitos se intensificaram nos anos de 2011 e 2012, prejudicou o cenário internacional, tendo efeitos também na economia brasileira. Partindo de políticas mais ortodoxas no início de 2011, o governo passou a adotar políticas mais heterodoxas a partir do segundo semestre do mesmo ano como uma tentativa de contornar os efeitos da crise por meio de incentivos à demanda agregada. Contudo, do lado ortodoxo, surge a crítica de que estaria ocorrendo uma irresponsabilidade quanto à política fiscal, acusada de ter um caráter excessivamente expansionista, enquanto do lado heterodoxo, o nível de gastos públicos estaria em patamar insuficiente para estimular o nível de investimentos e não conseguindo, portanto, estimular a demanda. Assim, essas seriam tentativas simplistas de explicar as causas da recessão de 2015.

Como pode ser percebido pela análise dos dados, houve uma estabilidade no nível de gastos, de modo que a redução do superávit primário foi mais fortemente causada pela redução do nível da arrecadação pública, que seria fruto da conjuntura negativa do período, de grande incerteza. Da mesma forma, o nível de investimento não sofreu forte queda, tendo comportamento estável até 2014, de modo que sua grande redução também não pode ser considerada a causa da recessão.

Dessa forma, a recessão de 2015 não pode ser explicada apenas por meio da política fiscal. Sua análise deve ser feita abordando aspectos tanto políticos quanto econômicos. Assim, diante do exposto nesse capítulo, conclui-se que a crise ocorrida no governo Dilma tem como causas principais a perda de apoio político da presidente, que dificultou sua governabilidade, aliada a uma conjuntura internacional negativa, que reduziu as margens de manobra do governo brasileiro e impactou negativamente nas expectativas dos agentes, as quais já vinham sendo afetadas pelas medidas desenvolvimentistas do governo. Além disso, partindo de um aparato teórico pós-keynesiano, pode-se argumentar que a rigidez das regras fiscais impediu um maior investimento por parte do governo, de modo que a demanda agregada foi pouco estimulada, gerando baixo crescimento diante de um cenário que impunha forte intervencionismo como forma de aceleração para o produto. Dessa forma, tendo momentos de caráter keynesiano e, após pressões, um caráter mais ortodoxo, o governo Dilma acabou não conseguindo implementar medidas econômicas contundentes, que resultaram em uma desaceleração do produto cada vez maior, com crescimento da dívida e gerando, por fim, uma recessão econômica.

## 5 Considerações finais

Buscou-se apresentar, ao longo do trabalho, os supostos econômicos que servem de base para a heterodoxia monetária, partindo de um estudo acerca da visão de mundo pós-keynesiana. Isso permitiu o entendimento a respeito da moeda e as implicações macroeconômicas de sua não-neutralidade, de modo que as políticas econômicas ideais a serem adotadas por um governo que parte desse viés são completamente distintas das políticas implementadas por um governo ortodoxo. Isso se dá não apenas devido aos diferentes objetivos buscados pelo Estado, mas pelo modo distinto de atuação para alcançá-los.

Após esse estudo teórico, analisou-se o período brasileiro de 2011 a 2015, visando entender os argumentos ortodoxos mas, acima disso, propondo um olhar diferente do *mainstream*. Dessa forma, mais importante do que determinar as causas da recessão, é a proposta de uma análise que parta de supostos heterodoxos e aborde não apenas as questões econômicas, mas também as influências políticas que acabaram resultando na perda de governabilidade da presidente Dilma e, posteriormente, no seu impeachment. Isso permitiu uma compreensão mais ampla do período analisado no último capítulo, de modo que os argumentos mais difundidos e vistos frequentemente como consenso foram confrontados com argumentos igualmente relevantes, mas por vezes ignorados por parte dos teóricos econômicos dado que partem de uma visão de mundo distinta.

Por fim, cabe concluir que o desenvolvimento da Economia como ciência deve ser pautado em estudos que avaliem os eventos econômicos sob diferentes óticas, sem assumir o que é considerado *mainstream* como um consenso, mas levando em consideração argumentos de viés diferente. Assim, o estudo econômico pode se desenvolver de forma mais completa, possibilitando uma melhor gestão dos recursos e mais possibilidades para a resolução de problemas da sociedade.



## REFERÊNCIAS

ALVES, R. C.; MONTES, G. C.; Teoria das finanças funcionais e o papel da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana ao novo consenso macroeconômico. *Revista de Economia Política*, vol. 32, n. 4 (129), pp. 670-688, 2012. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572012000400008&script=sci\\_abstract](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572012000400008&script=sci_abstract).

AMADO, A. M. Limites monetários ao crescimento - Keynes e a não-neutralidade da moeda. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 2000. Disponível em: <https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/1960>.

AMADO, A. M. Preferência pela Liquidez: o Novo Contexto Financeiro Internacional Inviabiliza a Teoria?. *Revista de Economia Política*, v. 24, n.4, 2004. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/237658870\\_Preferencia\\_pela\\_Liquidez\\_o\\_Novo\\_Contexto\\_Financeiro\\_Internacional\\_Inviabiliza\\_a\\_Teoria](https://www.researchgate.net/publication/237658870_Preferencia_pela_Liquidez_o_Novo_Contexto_Financeiro_Internacional_Inviabiliza_a_Teoria).

ARAUJO, L. V. L.; TERRA, F. H. B. A dinâmica da taxa de câmbio face às operações swap no Brasil (2002-2015): uma interpretação pós-keynesiana. *Nova econ.*, Belo Horizonte, v. 28, n. 3, p. 745-777, 2018. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-63512018000300745&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512018000300745&lng=pt&nrm=iso).

BARBOSA FILHO, F.H. Crises econômicas e política de 2015: origens e consequências. *Revista Conjuntura Econômica*, vol. 69, n. 9, 2015. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/download/57758/64999>.

BIASOTO Jr, G.; AFONSO, J.R. Política fiscal no pós- crise de 2008: a credibilidade perdida. In: NOVAIS, L.F., CAGNIN, R.F. e BIASOTO Jr, G. *A economia brasileira no contexto da crise global*. FUNDAP, p. 251-279, 2014. Disponível em: <https://docplayer.com.br/15210648-A-economia-brasileira-no-contexto-da-crise-global.html>.

BLAUG, M. Say's Law and Classical Monetary Theory. In: BLAUG, Mark. *Economic Theory in Retrospect*. Cambridge University Press, 1985. Disponível em: <http://pratclif.com/2014/blaug-economic-theory-in-retrospect.pdf>.

CAMARA, E. A.; PAULA, L. F. Política Fiscal Na Perspectiva Pós-Keynesiana: Reconstruindo a Trajetória Teórica e Avaliando Algumas Evidências Empíricas. In: *Anais do XI Encontro da Associação Keynesiana Brasileira "Desafios para a economia brasileira: uma perspectiva keynesiana"*. Porto Alegre, 2018. Disponível em: <https://www.even3.com.br/anais/AKB2/96284-POLITICA-FISCAL-NA-PERSPECTIVA-POS-KEYNESIANA---RECONSTRUINDO-A-TRAJETORIA-TEORICA-E-AVALIANDO-ALGUMAS-EVIDENCIAS->.

CAMPA, J. M.; GOLDBERG, L. S. Exchange rate pass-through into import prices: a micro or a macro phenomenon? NBER Working Paper, n. 8934, 2002. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/paper/nbrnberwo/8934.htm>.

CARVALHO, F.J.C. Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva Pós Keynesiana. In SILVA, M.L.F. (org) Moedas e produção: teoria comparadas. Brasília, ed. UnB, 1992.

CARVALHO, F. J. C. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. Revista Análise Econômica, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, 2008. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10906/6484>.

CASTRO, G. H. L.; CAMARA, M. R. G. A gestão das políticas macroeconômicas do governo Dilma Rousseff (2011-2016). Publ. UEPG Ci. Soc. Apl., Ponta Grossa, 25 (1): 115-132, 2017. Disponível em: <https://www.revistas2.uepg.br/index.php/sociais/article/view/9631>.

CHERNAVSKY, E.; DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A economia política da política fiscal e o processo de impeachment, Texto apresentado no XXIII ENEP, Niterói, 2018a. Disponível em: <https://sep.org.br/anais/Trabalhos%20para%20o%20site/Area%203/38.pdf>.

CHERNAVSKY, E; DWECK, E; TEIXEIRA, R. A. Descontrole ou inflexão: a política fiscal do governo Dilma e a crise econômica.. In: Anais do XI Encontro da Associação Keynesiana Brasileira "Desafios para a economia brasileira: uma perspectiva keynesiana". Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, Porto Alegre, 2018b. Disponível em: <https://www.even3.com.br/anais/akb2/93641-descontrole-ou-inflexao--a-politica-fiscal-do-governo-dilma-e-a-crise-economica/>.

CHICK, V. A Evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros. Ensaios FEE, Porto Alegre, 1994. Disponível em: <https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/1663>.

COSTA, F. N. A controvérsia sobre as relações entre investimento, poupança e crédito. Ensaios FEE, Porto Alegre, 1991. Disponível em: <https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/1392/1755>.

DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 303, jun. 2017. Disponível em: <https://www8.eco.unicamp.br/Publicacoes/textos-para-discussao>.

GENTIL, D.; HERMANN, J. A política fiscal do primeiro governo Dilma Rousseff: ortodoxia e retrocesso. Economia e Sociedade, v. 26, n. 3, p. 793-816, 2 abr. 2018. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8652131>.

HERMANN, J. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F. (orgs.). Agenda Brasil – Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços. Barueri: Manole/Fundação Konrad Adenauer, pp. 241-293, 2003.

JACINTO, P. A.; RIBEIRO, E. P. Co-Integração, Efeitos Crowding-In e Crowding-Out entre Investimento Público e Privado no Brasil: 1973-1989. Teor. Evid. Econ., Passo

Fundo, v. 6, n. 11, p. 143-156, 1998. Disponível em: [http://www.ie.ufrj.br/oldroot/hpp/intranet/pdfs/Jacinto\\_Ribeiro\\_upf1998.pdf](http://www.ie.ufrj.br/oldroot/hpp/intranet/pdfs/Jacinto_Ribeiro_upf1998.pdf).

LIBÂNIO, G. A. Temas de política monetária: uma perspectiva pós-keynesiana. Texto para discussão, CEDEPLAR/UFMG, Belo Horizonte, 2004. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/5000536\\_Temas\\_de\\_politica\\_monetaria\\_u\\_ma\\_perspectiva\\_pos-keynesiana](https://www.researchgate.net/publication/5000536_Temas_de_politica_monetaria_u_ma_perspectiva_pos-keynesiana).

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. Teoria Monetária: A interação dos setores real e monetário. In: LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. Economia Monetária. 7. ed. Editora Atlas, São Paulo, 1998. Disponível em: [https://kupdf.net/download/jo-atilde-o-do-carmo-lopes-amp-jos-eacute-paschoal-rossetti-economia-monet-aacute-ria-1998\\_5909875bdc0d60d173959e81\\_pdf](https://kupdf.net/download/jo-atilde-o-do-carmo-lopes-amp-jos-eacute-paschoal-rossetti-economia-monet-aacute-ria-1998_5909875bdc0d60d173959e81_pdf).

MOREIRA, R. R. A "derrota da lei de Say": elementos teóricos fundamentais e algumas implicações metodológicas e dinâmicas. Revista de Economia Contemporânea, v.9, n.2, pp.411-431, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19864/11507>.

MENDONÇA, M. J. Uma análise crítica da teoria quantitativa da moeda. Revista Economia & Tecnologia - Ano 07, v. 25, 2011. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/26836>.

MOLLO, M. L. R. As controvérsias monetárias do século XIX. Ensaios FEE, Porto Alegre, 1994. Disponível em: <https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/1673>.

MOLLO, M. L. R. A questão da independência do Banco Central: reflexões teóricas para a formulação da política econômica. Revista de economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 7(2): 333-358, 2003. Disponível em: [http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%207/REC\\_7.2\\_07\\_A-questao-da-independencia-do-banco-central.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/rec/REC%207/REC_7.2_07_A-questao-da-independencia-do-banco-central.pdf).

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. Revista de Economia Política, v. 24, n.3, 2004. Disponível em: <http://www.rep.org.br/PDF/95-1.PDF>.

OREIRO, J. L. Do Tripé Macroeconômico ao Fracasso da Nova Matriz: A Evolução do Regime de Política Macroeconômica no Brasil (1999-2014). Revista Política, 2015. No prelo. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/277234315\\_Do\\_Tripe\\_Macroeconomico\\_a\\_o\\_Fracasso\\_da\\_Nova\\_Matriz](https://www.researchgate.net/publication/277234315_Do_Tripe_Macroeconomico_a_o_Fracasso_da_Nova_Matriz).

OREIRO, J. L. Economia Pós-Keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 32, n. 2, 2011. Disponível em: <http://joseluisoreiro.com.br/site/link/c6a4920fbe401bcd0fa5c566e5aea88129325a32.pdf>.

RODRIGUES, Roberto. O déficit público de alto emprego: uma aplicação para o caso brasileiro. Dissertação submetida à Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense. Niterói, 2004. Disponível em: [http://www.ppge.uff.br/images/dissertaestese/2004-roberto\\_rodrigues.pdf](http://www.ppge.uff.br/images/dissertaestese/2004-roberto_rodrigues.pdf).

SICSÚ, J. Uma crítica à tese da independência do Banco Central. Nova Economia, Belo Horizonte, v. 6, n. 2, 1996. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/2266/1208>.

SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. Revista Análise Econômica, UFRGS, v. 21, n. 39, 2003. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10725>.

SILVA, F. L. O sistema de metas de inflação e a crítica pós-keynesiana: uma aplicação para o Brasil. 2009. 141 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: [http://bdtd.ibict.br/vufind/Record/PUC\\_SP-1\\_960dd42970735ffa6a166f166d9c9f4d](http://bdtd.ibict.br/vufind/Record/PUC_SP-1_960dd42970735ffa6a166f166d9c9f4d).

SINGER, A. Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). Novos estud. CEBRAP, São Paulo, n. 102, p. 39-67, 2015. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002015000200039&script=sci\\_arttext&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002015000200039&script=sci_arttext&tlng=pt).

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. Revista de Economia Política. Revista de Economia Política, v.13, n.1, 1993. Disponível em: <http://www.rep.org.br/pdf/49-7.pdf>.

TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F. As Políticas Econômicas Em Keynes: Reflexões Para A Economia Brasileira No Período 1995-2011, Anais do XL Encontro Nacional de Economia, ANPEC, 2014. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/anp/en2012/004.html>.

TEIXEIRA, R. A.; PINTO, E. C. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. Economia e Sociedade, v.21, n. 4, pp. 909-941, 2012. Disponível em: [http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao/2012/IE\\_Teixeira\\_Pinto\\_2012\\_TD006.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/discussao/2012/IE_Teixeira_Pinto_2012_TD006.pdf).

WRAY, L. R. Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003. Disponível em: [https://www.researchgate.net/publication/326011526\\_Wray\\_L\\_Randall\\_Trabalho\\_e\\_moeda\\_hoje\\_A\\_chave\\_para\\_o\\_pleno\\_emprego\\_e\\_a\\_estabilidade\\_dos\\_precos\\_Rio\\_de\\_Janeiro\\_UFRJ\\_Contraponto\\_2003\\_246\\_p](https://www.researchgate.net/publication/326011526_Wray_L_Randall_Trabalho_e_moeda_hoje_A_chave_para_o_pleno_emprego_e_a_estabilidade_dos_precos_Rio_de_Janeiro_UFRJ_Contraponto_2003_246_p).